

## Consolidación fiscal, vivienda, cambio climático

Previsiones económicas  
2020-2022

Consolidación fiscal: sin  
expectativa de mejora

Diferencias territoriales en  
el mercado de la vivienda

El sector *fintech* en España

La economía española  
ante el cambio climático

El BCE y el cambio  
climático

Recomposición de fondos  
a depósitos

INDICADORES  
ECONÓMICOS, SOCIALES  
Y FINANCIEROS

# CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

## EDITOR

**Eduardo Bandrés Moliné**

## CONSEJO DE REDACCIÓN

**Carlos Ocaña Pérez de Tudela**

**Santiago Carbó Valverde**

**M<sup>a</sup> Jesús Fernández Sánchez**

**Juan José Ganuza**

**Antonio Jesús Romero Mora**

**Raymond Torres**

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

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

Diseño  
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

ISSN: 2254-3422

© Funcas

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

## PATRONATO

**Isidro Fainé Casas** (Presidente)

**José María Méndez Álvarez-Cedrón** (Vicepresidente)

**Fernando Conlledo Lantero** (Secretario)

**Carlos Egea Krauel**

**Miguel Ángel Escotet Álvarez**

**Amado Franco Lahoz**

**Manuel Menéndez Menéndez**

**Pedro Antonio Merino García**

**Antonio Pulido Gutiérrez**

**Victorio Valle Sánchez**

**Gregorio Villalabeitia Galarraga**

# Cuadernos de Información Económica

274

enero/febrero 2020



---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

<u>Página</u>	1	La economía española en 2019 y previsiones para 2020-2022 <i>Raymond Torres y María Jesús Fernández</i>
	9	Consolidación fiscal: escasos avances y sin expectativa de mejora <i>Santiago Lago Peñas</i>
	17	El mercado de la vivienda: diferencias territoriales en su recuperación <i>Fernando Gómez Díaz</i>
	25	Radiografía del sector <i>fintech</i> español <i>Santiago Carbó Valverde, Pedro Cuadros Solas y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	33	La economía española frente al cambio climático y la transición energética <i>Gonzalo García y David del Val</i>
	41	El BCE y el cambio climático <i>Erik Jones</i>
	49	Recomposición desde fondos a depósitos en los recursos minoristas <i>Ángel Berges, Federica Troiano y Fernando Rojas</i>

---

## INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	56	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	79	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	87	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>



## Carta de la Redacción

La economía española creció en 2019 un 1,9%, medio punto de PIB menos que el año anterior. Se confirma de este modo la desaceleración ya prevista, que tuvo su razón de ser en el debilitamiento de la inversión residencial, del consumo público y de las exportaciones de bienes. Con todo, el comportamiento del sector exterior dio lugar a una contribución positiva al crecimiento del PIB tras dos años de aportaciones negativas. De cara a 2020, el artículo de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ contempla una continuidad del escenario de desaceleración marcado por el debilitamiento de los mercados internacionales, pero que previsiblemente repuntará ligeramente en la segunda mitad del año, si se confirma la tregua comercial entre Estados Unidos y China, se mantiene la continuidad de los estímulos monetarios y se produce una cierta relajación de la política fiscal en las dos principales economías de la eurozona. Las previsiones de Funcas son un crecimiento del PIB del 1,5% en 2020 y una leve mejoría hasta el 1,7%, en 2021 y 2022, por encima en todo caso de la media de la eurozona. Ello permitirá la creación de unos 800.000 empleos netos (equivalentes a tiempo completo) en el próximo trienio, dejando la tasa de paro en el 11%. El principal punto débil continúa siendo el déficit público, que puede haber cerrado el año 2019 sin reducir ni una sola décima el existente en 2018 (un -2,5%), y que en los próximos tres años, y de no mediar medidas correctoras de mayor calado, apenas mejoraría hasta el -2,2% en 2022. En todo caso, los escenarios contemplados pueden verse alterados una vez que se aprueben los próximos presupuestos y se defina el curso de la política económica del nuevo gobierno.

Tal como se expone en el artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS, España habrá incumplido de nuevo en 2019

los objetivos de estabilidad presupuestaria fijados tanto en la última senda de consolidación como en la actualización del Programa de Estabilidad efectuada por el actual gobierno. Los aumentos de gasto en salarios de los empleados públicos, pensiones, subsidios de desempleo y otros no han tenido su correspondiente crecimiento de ingresos ante la imposibilidad de aprobar un presupuesto con nuevos impuestos. Más allá de la coyuntura política y presupuestaria de los últimos meses, el problema de fondo es que no se han aprovechado los años de crecimiento para reducir el déficit estructural, de modo que apenas se ha conseguido estabilizar el ratio de deuda pública en cifras ligeramente inferiores al 100% del PIB. Aunque todavía no se han presentado los Presupuestos Generales del Estado para 2020, las estimaciones realizadas por distintos organismos públicos y privados sitúan el déficit previsto para este año en una media del -2,2% del PIB. Incluso aceptando que se implementan todas las medidas de ingresos del Acuerdo de Coalición de gobierno y que el gasto no sobrepasa el escenario del Plan Presupuestario 2020, condiciones que no parecen fáciles de alcanzar, se estaría lejos de alcanzar los objetivos actualmente vigentes.

El mercado de la vivienda en España fue objeto de atención en el anterior número de *Cuadernos de Información Económica*. Los indicadores manejados ponen de manifiesto que, si bien se estaría asistiendo a una desaceleración de la oferta desde finales de 2019, consecuencia del enfriamiento general del mercado, no cabe esperar un nuevo pinchazo inmobiliario. Ni el nivel de precios alcanzado, ni el esfuerzo de los hogares para la compra de vivienda, ni el peso del sector en la economía se corresponden con situaciones de sobrevaloración. El artículo de FERNANDO GÓMEZ DÍAZ

complementa el trabajo anterior mediante un análisis del mercado de la vivienda desde una perspectiva regional y provincial. No en vano, se trata de un mercado muy segmentado por múltiples variables entre las que destaca la ubicación. La oferta que en cada caso resulta determinante ha de tener las características específicas que los compradores demandan en un lugar preciso, y las transacciones realizadas y el precio serán el resultado de la conjunción de oferta y demanda en ese sitio concreto. Las conclusiones generales que se obtenían para la media nacional pueden así complementarse con este artículo. En particular, mientras la vivienda en España tenía un valor de mercado en torno al 83% del nivel máximo alcanzado antes de la crisis, en nueve provincias españolas el precio se ha recuperado más que la media y en 43 la subida ha sido menor que la del conjunto del país. La recuperación de precios ha sido muy intensa en Baleares, Málaga, Madrid y Canarias. Y el esfuerzo medio para la compra de una vivienda (5,3 años) está por encima de esa cifra en esas mismas comunidades y en el País Vasco, mientras que se sitúa muy por debajo en Castilla y León, Castilla-La Mancha, Extremadura, Aragón, La Rioja, Murcia y Asturias. Merece la pena destacar que las regiones con un comportamiento más dinámico de la población y del empleo son también, con alguna excepción, aquellas donde la recuperación del precio ha sido mayor.

Una de las principales novedades entre los proveedores de servicios financieros ha sido la aparición de un conjunto de empresas, generalmente de pequeño tamaño, cuyo modelo de negocio se basa en soluciones tecnológicas con las que se aspira a mejorar la experiencia del cliente. El denominado sector *fintech* se ha quintuplicado en España en apenas cuatro años y ya comprende un total de 385 empresas, principalmente orientadas al crédito, servicios de pago, inversiones y gestión de las finanzas personales. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE, PEDRO CUADROS SOLAS y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ realiza una radiografía del sector en España con especial atención a sus relaciones con la banca. La aparición de las *fintech* en un contexto de digitalización financiera propició que en un principio se considerasen únicamente competidoras de los bancos, pero con el transcurso del tiempo se han establecido también relaciones de colaboración aprovechando oportunidades de mejora común. De hecho, las entidades financieras han ido aumentando su participación en las *fintech*, bien a través de su participación directa en el capital de las mismas o mediante incubadoras y aceleradoras para apoyar el crecimiento de aquellas que se encuentran en etapas incipientes.

Entre los retos de mayor alcance a los que se enfrenta la economía global, el cambio climático constituye, sin duda alguna, uno de los más relevantes y de los que requieren la adopción de cambios estructurales con carácter más inmediato. Dos trabajos incluidos en este número de *Cuadernos de Información Económica* abordan algunos aspectos de esta problemática. Aunque se trata de un choque con efectos a medio y largo plazo, el cambio climático y las acciones para prevenirlo van a tener una influencia creciente en la actividad económica. Como señalan en su artículo, GONZALO GARCÍA y DAVID DEL VAL, lo ocurrido con la industria europea del automóvil desde la entrada en vigor de la nueva normativa de pruebas de emisiones en 2018 es un buen ejemplo. En términos agregados, la evolución de las emisiones de gases de efecto invernadero depende del crecimiento del PIB y de la población, así como de la intensidad energética y del tipo de fuentes utilizadas. El impacto negativo estimado del cambio climático será diferencialmente mayor en España que en otros países europeos, especialmente en el sector energético, los recursos hídricos, la agricultura y la ganadería, y el turismo. Los avances recientes en la transición energética —estructura de generación eléctrica y eficiencia energética principalmente— podrían acelerarse en los próximos años, algo que requiere actuaciones conjuntas y persistentes de los sectores público y privado. Así, la mayor exposición a los efectos negativos del cambio climático en España podría compensarse por las mayores oportunidades que ofrece la transformación energética.

La preocupación por el cambio climático y su relación con los distintos ámbitos de la política económica ha llegado también al más estrecho dominio de la supervisión bancaria. La propia presidenta del Banco Central Europeo ha señalado, en más de una ocasión, su intención de que el BCE utilice todos los instrumentos de que dispone para afianzar la cooperación en la prevención del cambio climático. A tal fin, el BCE podría incorporar los riesgos climáticos a sus requerimientos supervisores, podría también alentar a las agencias de calificación a que estas tomasen en consideración esos mismos riesgos en sus análisis, y podría finalmente añadir los riesgos climáticos a las fórmulas que utiliza en el marco de la supervisión macroprudencial. El problema, como señala ERIK JONES, se inscribe en el viejo debate sobre la existencia de un mandato dual en los estatutos del BCE, aunque dicha pretendida dualidad priorice de forma meridiana la estabilidad de precios por encima de cualquier otro objetivo de política económica, y así se haya interpretado por todos los presidentes de la institución hasta la fecha. La intervención del BCE podría

incluso sesgar sus programas de compra de activos hacia aquellos considerados “verdes”, lo que crearía distorsiones en los mercados financieros al tiempo que su eficacia quedaría condicionada por la temporalidad de dichos programas. Posiblemente, el BCE puede ayudar a mejorar los modelos que se utilizan para comprender los riesgos climáticos implicados en la actividad financiera, puede estudiar los márgenes de sus actividades de política monetaria para ver dónde podría tener alguna influencia positiva y puede comprometerse como institución a dar ejemplo. Pero si fuera más allá de eso, estaría entrando en el terreno de la toma de decisiones políticas y comprometería su independencia.

En el último trabajo que cierra este número, ÁNGEL BERGES, FEDERICA TROIANO y FERNANDO ROJAS examinan la recomposición que se ha producido en los recursos de los clientes minoristas de las entidades financieras.

El crecimiento de la tasa de ahorro en España, muy asociado al motivo precaución, ha roto también la tendencia favorable a los fondos de inversión, que se había mantenido desde el verano de 2012, dando lugar a un cambio de actitud de los ahorradores hacia los depósitos bancarios. No parece que ello tenga que ver con la retribución de los depósitos, puesto que los tipos han continuado su tendencia bajista e incluso se anticipa la posibilidad de penalizar con tipos negativos a ciertos segmentos. Dos son los factores que vendrían a explicar esta reciente ruptura: también el motivo de una mayor precaución inversora ante un entorno económico-financiero global con elevadas dosis de incertidumbre, pero a su vez, un efecto “autoalimentación” según el cual un elevado número de partícipes muestra una importante sensibilidad a las variaciones patrimoniales de sus posiciones, de modo que aquellos acomodarían sus decisiones al comportamiento registrado por sus fondos con un cierto desfase.



# La economía española en 2019 y previsiones para 2020-2022

Raymond Torres y María Jesús Fernández\*

**La economía española creció un 1,9% en 2019, en línea con la previsión de octubre. Para 2020 se prevé un crecimiento del 1,5%, por el debilitamiento de la inversión residencial, del consumo público y de las exportaciones, en un contexto externo marcado por las tensiones comerciales y la caída de los intercambios de productos industriales. Fruto de la leve recuperación global anticipada por los principales organismos internacionales, la desaceleración de la economía española podría tocar fondo durante la segunda parte del año, facilitando un repunte en 2021 y 2022. En estas condiciones, se crearían cerca de 800.000 empleos en el próximo trienio, y la tasa de paro bajaría hasta el 11,1% en 2022. El principal escollo viene del nivel del déficit público, que a falta de concreción de la política económica apenas se reduciría durante el periodo de previsión. Pero el mayor riesgo proviene del exterior, y en especial de las tensiones comerciales que, de intensificarse, podrían lastrar la coyuntura.**

## La economía española en 2019

Con información todavía incompleta sobre el cuarto trimestre, se estima que la economía española creció un 1,9% en 2019, por debajo del 2,4% registrado en 2018. Dicho resultado, aunque en línea con nuestra previsión de octubre, se encuentra por debajo del 2,2% previsto a finales del año anterior por el consenso de analistas recogido en el Panel de Previsiones de Funcas. No obstante hay que tener en cuenta que el Panel se realizó partiendo de las cifras de Contabilidad Nacional vigentes en aquellas fechas,

que fueron revisadas de forma acusada a la baja en septiembre de 2019 (gráfico 1.1).

La desaceleración procedió enteramente de la demanda nacional, mientras que la aportación del sector exterior se volvió positiva tras dos años en negativo (gráfico 1.2). Todos los componentes de la primera ralentizaron su crecimiento, salvo el consumo público, que se aceleró.

Destacó la resistencia de la inversión en bienes de equipo, especialmente en un contexto marcado por la incertidumbre y el deterioro de las expectati-

\* Funcas.

vas a escala mundial. Su crecimiento, aunque inferior al del año anterior, ha sido superior a la media de la eurozona, a pesar de que el conjunto de la demanda nacional evolucionó en España peor que en la eurozona. Este dinamismo de la inversión en equipo española ha sido un rasgo persistente desde el inicio de la recuperación (gráfico 1.3).

---

*Uno de los rasgos más destacados de 2019 fue el reducido crecimiento de las importaciones, muy por debajo de lo que resultaría de aplicar las elasticidades habituales. Como resultado de todo ello, las exportaciones crecieron por encima de las importaciones, dando lugar a una aportación positiva del sector exterior al crecimiento del PIB tras dos años en negativo.*

---

También perdió intensidad el crecimiento de las exportaciones de bienes, que prácticamente se estancaron. Las de servicios no turísticos, por el contrario, experimentaron una notable aceleración. En cuanto a las importaciones, la desaceleración fue más intensa que la sufrida por el conjunto de las exportaciones. Precisamente, uno de los rasgos más destacados de la evolución de la economía española en 2019 fue el reducido crecimiento de dicha variable, que se situó muy por debajo de lo que resultaría de aplicar las elasticidades habituales con respecto a la demanda final. Como resultado de todo ello, las exportaciones crecieron por encima de las importaciones, dando lugar a una aportación positiva del sector exterior al crecimiento del PIB tras dos años de aportaciones negativas.

Desde el punto de vista sectorial, uno de los resultados más inesperados fue el frenazo sufrido por el sector de la construcción, que en la segunda mitad del año llegó a registrar tasas negativas. Pero lo más destacable fue el mantenimiento del patrón ya observado el año anterior, común al resto de la eurozona, de divergencia entre la evolución de las manufacturas, con un crecimiento inferior al 0,5%, y la de los servicios, con un avance superior al 2,5%. La ausencia de contagio de la crisis que padece la industria hacia los servicios podría deberse a que el

sector ha seguido creando empleo pese a su escaso crecimiento.

En cualquier caso, la creación de empleo se ralentizó en 2019 en todos los sectores. Por otra parte, la reducción del desempleo sufrió una acusada desaceleración, más intensa que la experimentada por la creación de empleo, debido al ascenso de la población activa derivado de una mayor llegada de inmigrantes. Se estima que la tasa de paro se situó en un 14,2% de media anual (gráfico 1.4).

Los salarios crecieron en torno al 2%, el mayor ritmo desde 2010, en parte debido a medidas discrecionales como la subida del salario mínimo y el incremento de los salarios de los empleados públicos, pero también por los mayores aumentos salariales pactados en la negociación colectiva. Por su parte, la productividad, punto débil del proceso de recuperación de los últimos años, experimentó un descenso (gráfico 1.4), de modo que los costes laborales unitarios (CLU) sufrieron el mayor crecimiento desde 2008.

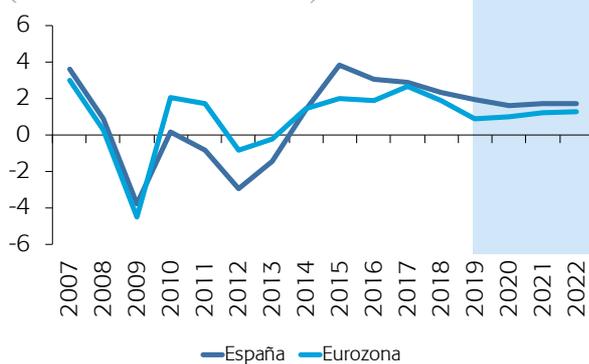
Tras la revisión de las cifras de Contabilidad Nacional, la tasa de ahorro de los hogares correspondiente a 2018 fue modificada al alza hasta un 5,9% de la renta disponible bruta, lo que supone un ascenso desde el 5,5% registrado el año anterior. Los datos hasta el tercer trimestre de 2019 apuntan a una continuación de su trayectoria ascendente hasta situarse en niveles cercanos al 7%. Esto ha hecho posible una recuperación de la capacidad de financiación de los hogares desde un nivel prácticamente nulo en 2017 y 2018 –datos revisados al alza desde cifras ligeramente negativas–, hasta el 0,5% del PIB en 2019. El flujo neto de nuevos préstamos contraídos por dicho sector fue positivo en 2018 por primera vez desde 2010 –los nuevos préstamos superaron las amortizaciones–, resultado que se mantenía hasta el tercer trimestre de 2019. Pese a ello, el volumen de deuda nominal y la tasa de endeudamiento han seguido descendiendo. Los balances de los hogares, por tanto, mantienen su solidez, aunque su proceso de desendeudamiento puede estar tocando fondo (gráfico 1.5).

Gráfico 1

## Previsiones económicas para España, 2020-2022

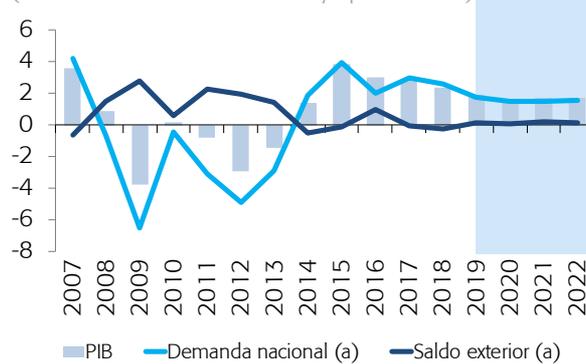
### 1.1. PIB

(Tasas anuales de crecimiento)



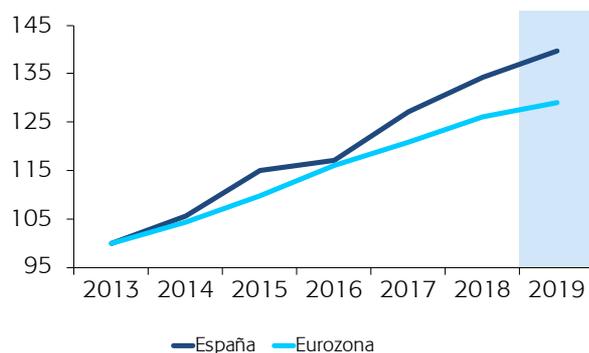
### 1.2. PIB, demanda nacional y saldo exterior

(Tasas anuales de crecimiento y aportaciones)



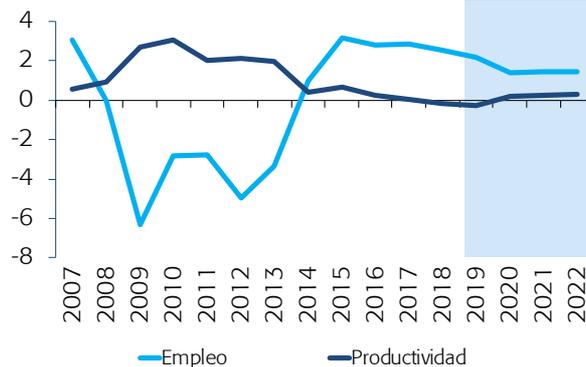
### 1.3. Inversión en maquinaria y equipo

(Niveles: 2013=100)



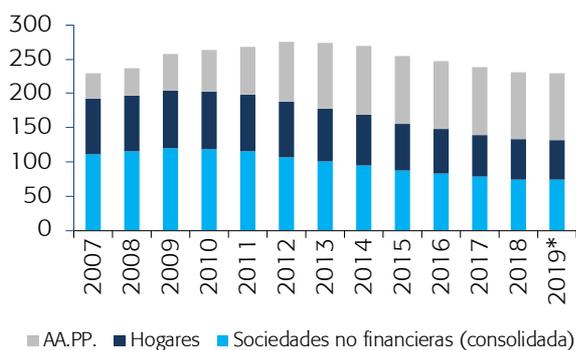
### 1.4. Empleo y productividad

(Tasas anuales de crecimiento)



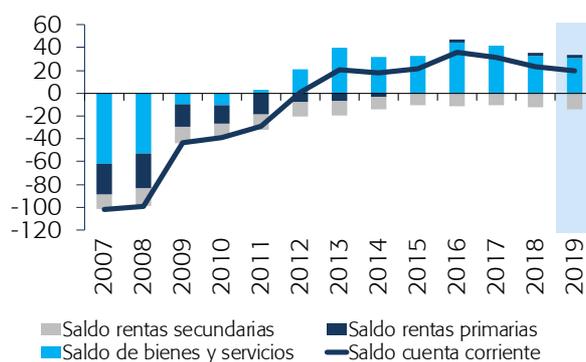
### 1.5. Deuda

(Porcentaje del PIB)



### 1.6. Balanza de pagos por cuenta corriente

(Miles de millones de euros)



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

(\*) Hasta tercer trimestre.

Nota: Previsiones en zona sombreada.

Fuente: INE y Funcas.

En cuanto a las sociedades no financieras, su saldo financiero fue superavitario, como viene sucediendo desde 2009, aunque se encuentra en descenso, y en 2019 se situó por debajo del 2% del PIB. Pese a generar un importante excedente financiero, las sociedades no financieras han dejado de reducir el volumen nominal de su deuda, si bien esta continúa a la baja en porcentaje del PIB (gráfico 1.5).

El déficit de las administraciones públicas en 2019 se estima que ascendió al 2,5% del PIB. La ralentización de los ingresos derivada del menor ritmo de crecimiento económico no fue acompañada de una moderación equivalente del gasto, que mantuvo un fuerte empuje como consecuencia, fundamentalmente, del aumento de los salarios y de la contratación en el sector público, así como del crecimiento del gasto en pensiones. El resultado ha sido un empeoramiento del déficit primario (descontando el pago de intereses), quebrando la senda descendente iniciada en 2010.

Las cifras de balanza de pagos de 2018 sufrieron una sustancial revisión, que elevó la cifra final de superávit en un punto porcentual de PIB, hasta el 1,9% del PIB, de modo que la solidez de dicho excedente, fundamental para que la economía española continúe reduciendo su endeudamiento frente al exterior, es mayor de lo que se creía. En 2019 este superávit sufrió un descenso, derivado sobre todo de un aumento del déficit de rentas, hasta situarse en torno al 1,6% del PIB, aún cómodamente en terreno positivo (gráfico 1.6).

## Previsiones 2020-2022

La desaceleración se prolongará durante los próximos trimestres, en consonancia con la evolución esperada del entorno externo. Este está marcado por el debilitamiento de los mercados internacionales, que apenas avanzarán hasta mediados de 2020 como consecuencia de las tensiones comerciales, el enfriamiento de la economía china, y el bache que atraviesa la industria, especialmente en el sector del automóvil. Durante la segunda parte del año, la pausa en la guerra comercial entre EEUU y China, unida a los estímulos monetarios generados

por los bancos centrales de las principales potencias económicas, y la ligera relajación de la política fiscal en algunos países como Alemania y Francia, deberían producir sus efectos y sostener una leve recuperación en 2021 y 2022.

Este perfil de débil crecimiento marcado por las incertidumbres globales durante buena parte del presente ejercicio, seguido de un repunte, se refleja en las previsiones de los principales organismos internacionales. En sus últimas proyecciones, el FMI prevé un incremento del PIB mundial del 3,3% para 2020, un recorte de una décima con respecto a la anterior estimación, y del 3,4% en 2021, dos décimas menos. Para la eurozona, Funcas, en línea con la mayoría de analistas, anticipa un crecimiento del 1% en 2020 (dos décimas menos que el pasado ejercicio), y ligeramente más en el resto del periodo de previsión.

---

*Nuestra previsión es de un crecimiento del PIB del 1,5% en 2020, en retroceso con respecto a 2019. La desaceleración se debe sobre todo a un peor comportamiento de la inversión, en especial en el segmento de la construcción, y a un menor impulso del consumo público, a medida que se agota el periodo de nuevas contrataciones en la función pública. Por otra parte, el sector exterior dejará de aportar crecimiento en 2020.*

---

En el plano interno, a falta de más concreción de las orientaciones de política económica del nuevo gobierno, las previsiones se basan en un presupuesto prorrogado pero con algunas actualizaciones, en virtud de decisiones recientes (revalorización de las pensiones, aumento de los salarios públicos, entrega a cuenta a las comunidades autónomas).

Las tendencias anticipadas para la economía mundial y la europea, así como los supuestos en materia de política fiscal, serán determinantes en la evolución de la actividad en España. Nuestra previsión es de un crecimiento del PIB del 1,5% en 2020, en retroceso con respecto al año pasado, sin cambios con respecto a la anterior previsión (cuadro 1).

## Cuadro 1

**Previsiones económicas para España, 2020-2022**

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	<i>Datos observados</i>				<i>Previsiones Funcas</i>				
	<i>Media 1996-2007</i>	<i>Media 2008-2013</i>	<i>Media 2014-2018</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2021</i>	<i>2022</i>	
<b>1. PIB y agregados, precios constantes</b>									
PIB, pm	3,7	-1,3	2,7	2,4	1,9	1,5	1,7	1,7	
Consumo final hogares e ISFLSH	3,7	-2,1	2,4	1,8	1,3	1,5	1,5	1,5	
Consumo final de las administraciones públicas	4,2	0,9	1,0	1,9	2,2	1,4	1,4	1,3	
Formación bruta de capital fijo	6,1	-7,6	4,5	5,3	2,8	1,9	2,8	3,0	
Construcción	5,5	-10,7	3,7	6,6	1,9	1,0	2,2	2,5	
Construcción residencial	7,6	-11,1	7,0	7,7	2,6	1,2	2,6	2,9	
Construcción no residencial	3,7	-10,0	0,8	5,3	0,9	0,7	1,6	2,1	
Equipo y otros productos	7,5	-2,7	5,3	4,1	3,8	2,7	3,4	3,5	
Exportación bienes y servicios	6,5	1,8	4,4	2,2	2,0	2,5	2,9	3,1	
Importación bienes y servicios	8,7	-4,0	4,9	3,3	1,7	2,6	2,9	3,2	
Demanda nacional (a)	4,4	-3,1	2,7	2,6	1,8	1,5	1,6	1,7	
Saldo exterior (a)	-0,7	1,8	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	
PIB precios corrientes:									
- miles de mill. de euros	--	--	--	1.202,2	1.244,4	1.279,0	1.317,6	1.356,7	
- % variación	7,3	-0,8	3,3	3,5	3,5	2,8	3,0	3,0	
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>									
Deflactor del PIB	3,5	0,5	0,6	1,1	1,6	1,2	1,3	1,2	
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,7	0,7	1,5	1,0	1,1	1,2	1,2	
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,3	-3,4	2,5	2,5	2,2	1,4	1,5	1,4	
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,1	0,2	-0,2	-0,3	0,2	0,3	0,3	
Remuneración de los asalariados	7,2	-1,3	3,1	4,0	4,6	2,8	2,9	3,0	
Excedente bruto de explotación	7,1	-0,2	3,2	2,5	2,0	2,7	3,2	3,0	
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,4	0,2	0,9	2,1	1,1	1,1	1,3	
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,8	0,3	0,0	1,0	2,4	0,9	0,8	1,0	
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	19,7	15,3	14,2	13,5	12,3	11,1	

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

Fuente: 1996-2018: INE y Banco de España; Previsiones 2019-2022: Funcas.

Cuadro 1 (cont.)

**Previsiones económicas para España, 2020-2022**

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados				Previsiones Funcas			
	Media 1996- 2007	Media 2008- 2013	Media 2014- 2018	2018	2019	2020	2021	2022
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>								
Tasa de ahorro nacional	16,7	18,8	21,4	22,3	22,6	22,7	22,9	23,2
- del cual, ahorro privado	13,3	22,9	23,5	22,8	23,0	23,0	23,1	23,3
Tasa de inversión nacional	26,7	21,7	19,1	20,4	21,0	21,2	21,4	21,7
- de la cual, inversión privada	17,9	17,8	16,9	18,2	18,8	19,0	19,3	19,6
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-2,9	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,4
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,4	2,7	2,4	2,0	1,8	1,8	1,7
- Sector privado	-3,8	6,4	6,9	5,0	4,5	4,3	4,1	3,9
- Sector público (saldo AA.PP.)	0,1	-8,8	-4,2	-2,5	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2
- Saldo AA.PP. exc. ayudas a ent. financieras	-0,9	-8,1	-4,1	-2,5	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2
Deuda pública según PDE	52,2	67,6	99,1	97,6	96,9	96,7	96,1	95,5
<b>4. Otras variables</b>								
PIB eurozona	2,5	-0,3	1,9	2,0	0,9	1,0	1,2	1,3
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	9,5	8,8	6,4	5,9	6,8	6,8	6,7	6,7
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	93,3	128,5	103,8	94,9	90,3	86,5	83,1	79,8
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	91,5	133,4	105,2	95,5	92,0	89,3	86,5	83,8
Deuda externa bruta española (% del PIB)	60,6	162,4	168,0	167,5	165,5	164,3	162,4	160,7
Euríbor 12 meses (% anual)	3,74	1,90	0,06	-0,17	-0,22	-0,25	-0,05	0,08
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,00	4,74	1,77	1,43	0,66	0,60	0,75	0,90

Fuente: 1996-2018: INE y Banco de España; Previsiones 2019-2022: Funcas.

La desaceleración se debe sobre todo a un peor comportamiento de la inversión, en especial en el segmento de la construcción, y a un menor impulso del consumo público, a medida que se agota el periodo de nuevas contrataciones en la función pública. El ligero repunte del consumo privado se produce en un contexto de estabilización de la tasa de ahorro (en 2019, las familias decidieron incrementar su ahorro por el fin del efecto demanda embalsada), sin compensar la moderación del resto de componentes de la demanda interna.

Por otra parte, el sector exterior dejará de aportar crecimiento en 2020. Este resultado se debe en primer lugar al débil comportamiento de las exportaciones, que crecerían a un ritmo cercano a la mitad de los valores registrados durante el periodo de recuperación, marcado por la expansión del comercio mundial. En segundo lugar, las importaciones se incrementarán a un ritmo coherente con la evolución de la demanda, en línea con la elasticidad estimada por Funcas, y no a un ritmo inferior como ocurrió en 2019 como consecuencia de factores excepcionales.

La mejora esperada del entorno externo a partir de finales de año, aunque algo menos intensa de lo que se anticipaba en la anterior previsión, se notará en 2021. Para ese año se vaticina un crecimiento del PIB del 1,7%, frente al 1,8% en la valoración de octubre. Fruto del rebote de las exportaciones, el sector exterior aportará una décima de crecimiento. La inversión, especialmente en equipo, el componente de la demanda interna más reactivo al clima exportador, también se recuperará. Por su parte, el consumo privado aumentará en paralelo a la renta disponible de las familias y el consumo público seguirá la misma pauta inercial que en 2020. Se espera una evolución similar de la mayoría de componentes de la demanda en 2022, de modo que el crecimiento se mantendría en torno a su potencial.

El diferencial favorable de crecimiento con respecto al resto de Europa será consistente con el mantenimiento de un sólido superávit de la balanza por cuenta corriente durante todo el periodo de previsión. Así pues, fruto de un posicionamiento compe-

titivo favorable, la economía española habrá encadenado excedentes externos durante toda una década, un resultado inédito, aunque con una tendencia descendente.

---

*La mejora esperada del entorno externo a partir de finales de año se notará en 2021. Para ese año se vaticina un crecimiento del PIB del 1,7%. Y en 2022 se espera una evolución similar de la mayoría de componentes de la demanda, de modo que el crecimiento se mantendría en torno a su potencial.*

---

La creación de empleo perderá vigor como consecuencia de la desaceleración de la economía. Sin embargo, todavía se generarán cerca de 800.000 empleos netos durante los próximos tres años (estimación en equivalente a tiempo completo), lo que permitirá reducir la tasa de paro hasta el 11,1% en 2022. Ese año, el número de ocupados alcanzaría 19,1 millones, todavía medio millón menos que el máximo precrisis. Gracias a la inversión de los flujos de migración, con más entradas que salidas desde 2018, la población en edad de trabajar se incrementará en más de 300.000 personas en total hasta 2022.

El crecimiento de las remuneraciones salariales será inferior a los valores registrados en 2019, influidos por el fuerte incremento del salario mínimo interprofesional. Esto, unido a un leve avance de la productividad, dará lugar a un moderado encarecimiento de los costes laborales unitarios, sin que se aprecie un deterioro de la competitividad.

El principal escollo es el nivel del déficit público, que a falta de decisiones apenas se reduciría durante el periodo de previsión. Para 2020, se prevé un déficit del 2,4%, pese a la reducción de costes financieros en un entorno de bajos tipos de interés. El déficit bajaría hasta el 2,2% en 2022. Asimismo la deuda pública registraría un escaso descenso en porcentaje del PIB.

## Riesgos y oportunidades

El entorno internacional sigue siendo el principal factor de riesgo. La recuperación que se prevé a partir de la segunda parte del año depende en buena medida de la evolución de las negociaciones comerciales, la posibilidad de llegar a acuerdos entre EE.UU. y China, y la mejora del clima inversor. En Europa, las previsiones incorporan una salida ordenada del Reino Unido de la UE, aunque el acuerdo en torno al nuevo marco de relaciones bilaterales estará todavía rodeado de todo tipo de incertidumbres durante el periodo de previsión. Finalmente, las perspectivas que aquí se presentan

se han realizado bajo el supuesto de un precio del petróleo estable en torno a 65 dólares el barril de Brent. Sin embargo, una mayor virulencia en los conflictos geopolíticos en el Golfo Pérsico (algo que no se puede descartar) tendría un impacto inmediato sobre los mercados y pesaría sobre la coyuntura española.

A la inversa, la puesta en marcha de nuevas reformas orientadas a reducir los déficits económicos y sociales, además de mejorar las perspectivas a largo plazo, tendría un efecto positivo sobre la confianza y ayudaría a apuntalar la expansión durante todo el periodo de previsión.

## Consolidación fiscal: escasos avances y sin expectativa de mejora

Santiago Lago Peñas\*

**Las administraciones públicas españolas habrán incumplido de nuevo en 2019 los objetivos de estabilidad presupuestaria fijados tanto en la última senda de consolidación fiscal (-1,3% del PIB) como en la actualización del *Programa de Estabilidad* para el período 2019-2022 (-2,0%). A pesar del impacto positivo de los cambios en las cotizaciones sociales y en el sistema de pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades, la imposibilidad de aprobar un presupuesto con nuevos impuestos ha limitado el crecimiento de los ingresos públicos, frente a los aumentos de gasto en salarios de los empleados públicos, pensiones y subsidios de desempleo. Aunque todavía se carece de un proyecto de Presupuestos del Estado para 2020, las estimaciones realizadas por distintos organismos públicos y privados sitúan el déficit de este año entre el -2,1% y el -2,4% del PIB, insuficiente para cumplir el objetivo del *Programa de Estabilidad* y para reducir el déficit estructural, cuyos límites comienzan a regir la disciplina presupuestaria precisamente en 2020.**

### Ejercicio fiscal 2019: una reducción del déficit insuficiente

Una constante en la planificación presupuestaria de la última década en España ha sido la laxitud y adaptación de los objetivos de déficit público para el conjunto de las administraciones públicas españolas. De forma recurrente, se han ido ajustando los objetivos a la realidad que iban mostrando las liquidaciones presupuestarias. A veces de forma justificada,

por la coyuntura económica; a veces por factores políticos: cambios de gobierno, mociones de censura o prórrogas presupuestarias. Pero la realidad es que la meta del equilibrio fiscal ha sido reiteradamente aplazada.

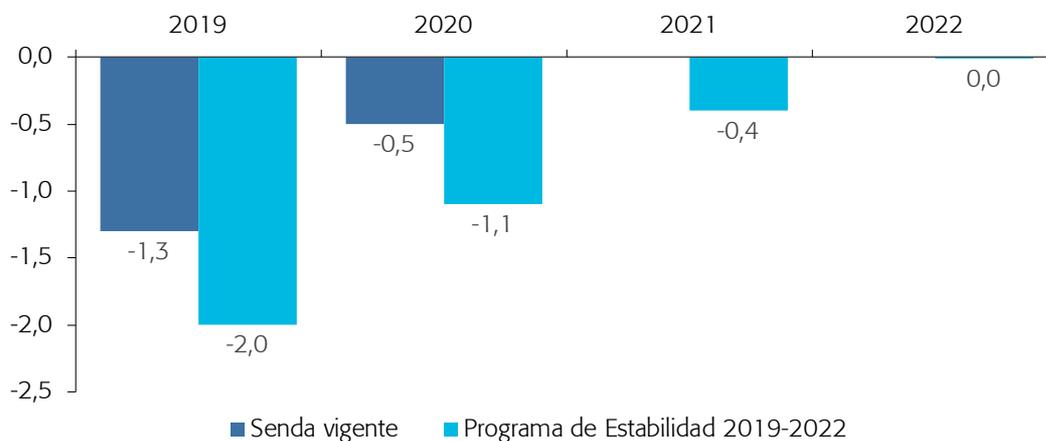
Por ejemplo, en el *Programa de Estabilidad 2012-2015* se pretendía alcanzar un déficit público en términos de producto interior bruto (PIB) de -1,1% al final del período, partiendo de un desequilibrio previsto para 2011 de -8,5%. Dos años más tarde,

\* Catedrático de Economía Aplicada y Director de GEN, Universidad de Vigo. Agradezco la asistencia de Fernanda Martínez y Alejandro Domínguez. La responsabilidad de cualquier error u omisión es, no obstante, exclusiva del autor.

Gráfico 1

**Objetivos de déficit en el período 2019-2022**

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de Ministerio de Hacienda (2019a).

en la actualización del Programa para el cuatrienio 2014-2017, la cifra para 2015 era ya del -4,2% y el objetivo del -1,1% se posponía al año 2017. Pero todavía hoy esa meta queda lejos.

La senda de consolidación fiscal vigente es la aprobada en el Consejo de Ministros con fecha 7 de julio de 2017 y ratificada por las Cortes Generales para el período 2018-2020. En julio de 2018 se presentó una revisión al alza de esta senda, que no alcanzó la mayoría en el Senado, y una actualización del *Programa de Estabilidad* para el período 2019-2022 que, de nuevo, elevó los objetivos para 2019. En el gráfico 1 aparecen representados tanto los objetivos vigentes como los de la última actualización citada. La cifra de -1,1% se aplaza hasta 2020 y la probabilidad de que sea alcanzada en este año es prácticamente cero.

A falta de la liquidación global del ejercicio 2019, que previsiblemente se hará pública en marzo de 2020, el déficit público total no se redujo de forma sustancial respecto al ejercicio anterior; lo que *de facto* implica un aumento del déficit estructural. Si el cierre de 2018 fue de -2,5%, el consenso de Funcas

apunta al -2,4% para 2019, con un rango de valores que va desde -1,9 a -2,6% (Funcas, 2020b).

De hecho, las cifras de liquidación mensual disponibles hasta octubre (Ministerio de Hacienda, 2019b) muestran un peor comportamiento acumulado que en 2018. Excluyendo a las corporaciones locales, el déficit habría alcanzado el -1,41% frente a -1,08%. Si se utilizan solo los datos de los tres primeros trimestres, a fin de incluir al escalón local de gobierno, las cifras son también peores: -1,47% en 2019 frente a 1,2% en 2018.

Este empeoramiento tendría su explicación, sobre todo, en el lado del gasto. A pesar de que en 2019 el Gobierno no consiguió sacar adelante los Presupuestos Generales del Estado (PGE-2019) y se impuso una prórroga de los PGE-2018, se aprobaron por decreto subidas de los salarios de empleados públicos, pensiones y subsidios de desempleo. La incidencia positiva en el último trimestre del año de los cambios en 2018 en las cotizaciones sociales y en el sistema de pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades permite ser algo más optimista respecto al cierre de ejercicio. Los cálculos más recientes del Banco de España (2019) prevén que

se cerrará el año 2019 de nuevo en -2,5%; cifra que coincide con la previsión de déficit elaborada por Conde-Ruiz, Marín y Rubio Jiménez (2019). Por su parte, Funcas (2020a) también se decanta por un déficit idéntico al de 2018 (-2,5%).

La AIREF (2019a) apuesta por un resultado algo mejor. Al efecto positivo por el lado de los ingresos para el último trimestre señalado, le añade una expectativa de contención del crecimiento del gasto de la Administración central, por la aplicación de la Orden de cierre presupuestaria de 2019, para acabar el ejercicio en -2,2%; escenario central para la AIREF. En todo caso, el objetivo del -2% se considera “improbable”.

Desde una perspectiva institucional, las cifras muestran un cambio significativo en las responsabilidades en el incumplimiento de los objetivos de estabilidad fiscal (Ministerio de Hacienda, 2019b). La Administración central mejora notablemente. Hasta octubre, reduce su déficit desde el -0,73% en 2018 al -0,58% en 2019. En sentido contrario, las comunidades autónomas empeoran sustancialmente, al pasar de un superávit del +0,14% a un déficit del -0,35%. Por su parte, las corporaciones locales reducen su superávit y la Seguridad Social incrementa ligeramente su déficit. La explicación fundamental a la asimetría en el comportamiento del nivel central y el regional tiene que ver con el desfase en el ritmo de las entregas a cuenta a las comunidades autónomas y con el efecto del cambio en la gestión del IVA que se introdujo en 2017, con la puesta en marcha del sistema de *Suministro Inmediato de Información (SII)*.

El primero de esos dos factores debería reducir, a fin de año, el déficit de las comunidades autónomas y aumentar el de la Administración central, en tanto que las entregas a cuenta en diciembre han sido muy superiores a lo habitual. En contraste, el efecto del IVA no se va a corregir. El cambio en la gestión se traduciría en una caída de recursos para las comunidades en 2019 de dos décimas de PIB, que quedarían en manos de la Administración central. El gobierno resultante de la moción de censura de junio de 2018 anunció que ese efecto se neutralizaría, de forma que las comunidades autónomas

elaboraron sus presupuestos para 2019 contando con esos recursos: alrededor de 2.500 millones de euros. Sin embargo, la difícil coyuntura política y la prórroga presupuestaria hicieron que, finalmente, no se haya producido la corrección del sistema, en detrimento de los gobiernos autonómicos.

Para contextualizar la coyuntura fiscal actual, en los gráficos 2 y 3 se representan, respectivamente, la deuda pública al final del segundo trimestre de 2019 y el déficit público estructural. España, con una ratio, del 989%, se sitúa en el séptimo lugar por su volumen de deuda pública como porcentaje de PIB, claramente por encima de la media de la eurozona (86,4%) y de la UE-27 (80,5%). Solo los países de sur de Europa (Grecia, Italia, Portugal, Chipre, Francia) y Bélgica están por encima. Una ratio tan elevada supera con creces el límite de referencia en la Unión Europea (60%), limita enormemente la capacidad para utilizar la política fiscal nacional como herramienta de gestión macroeconómica y aumenta la sensibilidad de la economía ante tensiones sobre la deuda soberana o subidas de tipos de interés.

---

*España no ha aprovechado los últimos años de crecimiento económico para reducir la ratio de deuda. Tan solo ha sido capaz de estabilizarla en el entorno del 100%. Según cálculos de la AIREF, el efecto positivo del crecimiento del PIB nominal habría permitido reducir la ratio 18 puntos porcentuales hasta 2019, pero el déficit estructural ha compensado ese efecto casi en su totalidad.*

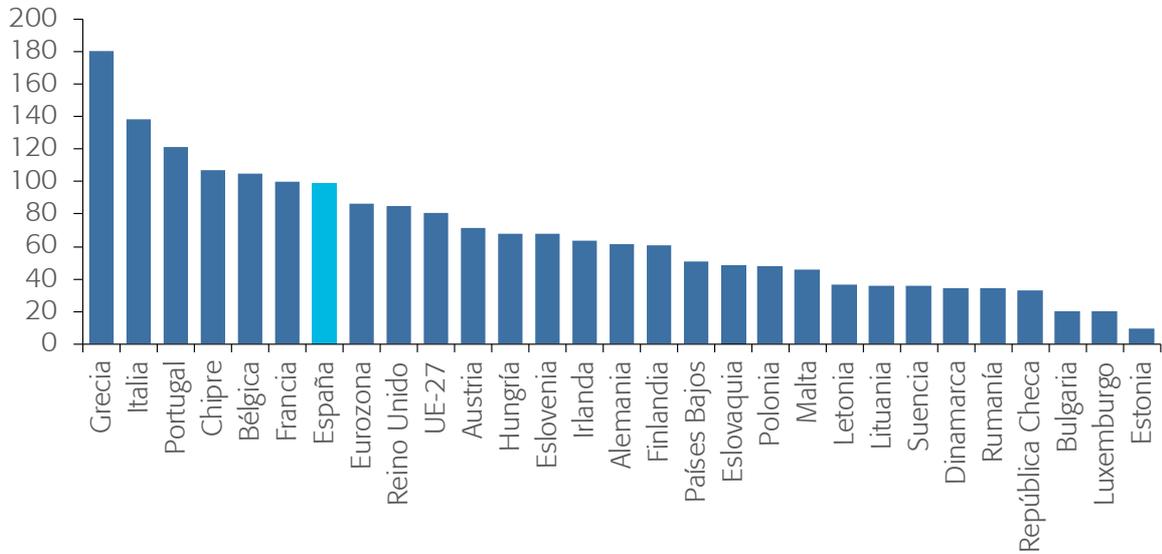
---

Por eso, es importante examinar también la dinámica del déficit, que incrementa o reduce el *stock* de deuda de un año para otro. En este sentido, el déficit estructural es particularmente útil porque elimina el efecto del ciclo económico y permite conocer la coherencia de fondo entre gastos e ingresos públicos. La estimación que se recoge en el gráfico 3 corresponde a 2019 y ha sido elaborada por la Comisión Europea. De nuevo, España aparece en el grupo de peor desempeño. Solo Francia, Hungría y

Gráfico 2

**Deuda pública en el segundo trimestre de 2019**

(Porcentaje del PIB)

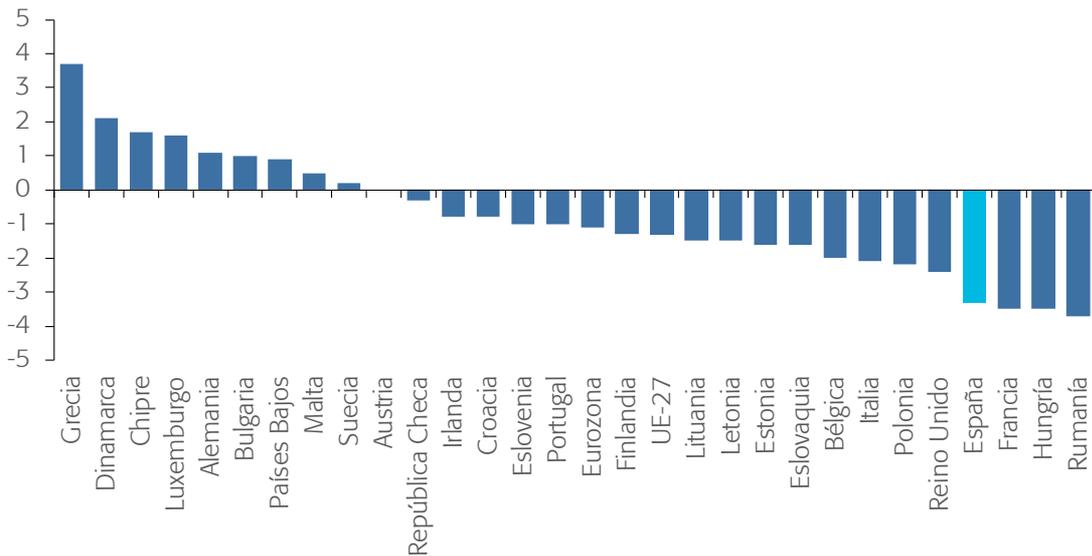


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Gráfico 3

**Estimaciones de déficit (-) o superávit estructural (+) en 2019**

(Porcentaje del PIB)



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

Rumanía muestran un déficit estructural por encima del español.

En definitiva, España (al igual que Francia y, en menor medida, Italia y Bélgica) se enfrenta a un problema de deuda pública excesiva que no está siendo resuelto. España no ha aprovechado el fuerte crecimiento económico desde 2014 para reducir la ratio de deuda. Tan solo ha sido capaz de estabilizarla en el entorno del 100%. Según cálculos de la AIReF (2019b), el efecto positivo del crecimiento del PIB nominal habría permitido reducir la ratio 18 puntos porcentuales hasta 2019 (lo que nos situaría hoy en la media de la UE-27), pero el déficit estructural ha compensado ese efecto casi en su totalidad.

## Perspectivas para 2020

Para el año 2020, Funcas (2020a) apuesta por un déficit total del -2,4% del PIB. El Banco de España (2019) maneja el -2,1% en sus previsiones más recientes y la Comisión Europea (2019) el -2,2%. Todas estas cifras están claramente por encima de las que aparecen en el gráfico 1. La última senda de consolidación fiscal aprobada en las Cortes Generales y vigente establece el -0,5%, y el *Programa de Estabilidad 2019-2022* el -1,1%.

En todo caso, la coyuntura fiscal es más incierta que nunca. En estos momentos no existe siquiera un proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2020 (PGE-2020). La falta de una mayoría parlamentaria suficiente ha impedido la aprobación del límite de gasto no financiero para 2020 o la revisión de los objetivos de estabilidad fiscal. La referencia principal con la que contamos en este momento es el Plan Presupuestario 2020 (Plan 2020) hecho público y remitido a la Comisión Europea el 15 de octubre de 2019 (Ministerio de Hacienda, 2019a). En él se dibuja un escenario fiscal inercial que no incluye ninguna medida adicional por el lado de los ingresos, aunque sí algunas actuaciones por el lado del gasto, al considerar el Gobierno que se adoptarán, en cualquier caso. En concreto, la implementación del acuerdo con los sindicatos para la mejora

del empleo público, que implica un aumento de la partida de remuneración de asalariados, y la revalorización de las pensiones. El resultado de este escenario inercial es una caída del déficit total de tres décimas: desde el -2,0% al -1,7%.

---

*Para el año 2020, Funcas apuesta por un déficit total del -2,4% del PIB. El Banco de España maneja el -2,1% en sus previsiones más recientes y la Comisión Europea el -2,2%. Todas estas cifras están claramente por encima de la última senda de consolidación fiscal aprobada en las Cortes Generales (-0,5%) y del Programa de Estabilidad 2019-2022 (-1,1%).*

---

La respuesta de la Comisión Europea al Plan Presupuestario 2020 no ha sido favorable. Considera que el cierre del déficit para 2019 será de -2,3%, tres décimas por encima de la expectativa del Gobierno; que las medidas de gasto tendrán un impacto sustancial (entre el 0,4% y el 0,5% del PIB adicional), de forma que el déficit total en 2020 apenas cambiaría (-2,2%); y que el déficit estructural empeoraría una décima, cuando la recomendación al abrigo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento es una reducción de ese componente de -0,65%. Por todo lo anterior, concluye que el Plan corre el riesgo de no cumplimiento de lo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La propia Comisión reconoce que al tratarse de un plan “a políticas constantes” existe margen para un mayor esfuerzo de consolidación fiscal que se debería concretar en una revisión del mismo, cuando los PGE-2020 sean finalmente remitidos al Congreso.

¿Qué cabe esperar de esos nuevos PGE-2020? La investidura de Pedro Sánchez el pasado 7 de enero despeja parcialmente el panorama político, aunque la aritmética parlamentaria sigue complicando la elaboración y aprobación de los nuevos presupuestos, sobre los que existen presiones al alza del gasto. Primero, por el Acuerdo de coalición entre el Partido Socialista Obrero Español (PSOE) y Unidas

Podemos<sup>1</sup>. Segundo, por los múltiples acuerdos bilaterales con formaciones de anclaje territorial.

En esta coyuntura, es difícil aproximarse al tono de la política fiscal resultante de la hipotética aprobación de los PGE-2020. Una posible aproximación es cuantificar las medidas con impacto sobre gasto e ingresos contenida en los acuerdos para la inversión. Esta opción se topa con el problema de la multiplicidad de acuerdos y la falta de concreción en cifras de otros. La ausencia de memorias eco-

nómicas lastra esta vía metodológica. Aun así, la Confederación de Empresarios (CEOE) ha hecho un esfuerzo de cuantificación parcial, al limitarse al Acuerdo PSOE-Unidas Podemos. Según sus cálculos, el gasto aumentaría 1,5 puntos del PIB y los ingresos 0,5 puntos, lo que elevaría el déficit en un punto porcentual, para volver a superar la barrera del 3% en 2020<sup>2</sup>.

En este artículo se sigue un enfoque alternativo. Partiendo de la discusión anterior sobre el Plan2020,

Cuadro 1

### Medidas de ingresos para 2019: Plan Presupuestario 2019 y valoración de la AIREF

(Millones de euros)

<i>Medidas de ingresos</i>	<i>Plan Presupuestario 2019</i>	<i>Estimación AIREF</i>
Impuesto sobre sociedades: limitación exenciones DDI y tipo mínimo sobre base imponible	1.776	(1.650 – 1.900)
Impuesto sobre sociedades: rebaja tipo pymes	-260	(-242 - -278)
Impuesto sobre las transacciones financieras	850	(420 - 850)
Impuesto sobre determinados servicios digitales	1.200	(546 - 968)
Incremento de los tipos de IRPF a las rentas más altas	328	(245 - 255)
Fiscalidad verde (impuesto sobre hidrocarburos)	670	(649 - 693)
IVA: rebaja de tipos en los servicios veterinarios	-35	-35
IVA: fiscalidad de género y desigualdad	-18	-18
Lucha contra el fraude: limitación de pagos en efectivo	218	(100 - 200)
Lucha contra el fraude: reforzar la lista de morosos	110	(50 - 100)
Lucha contra el fraude: mejores prácticas internacionales para la prevención y lucha contra el fraude	500	(200 - 270)
Cotizaciones sociales por la subida del SMI	1.500	(1.500 - 1.700)
Impuesto sobre el patrimonio	339	(0 - 8)
<b>Total medidas Plan Presupuestario</b>	<b>7.178</b>	<b>(5.065 - 6.613)</b>
<b>Medida no desarrollada en el Plan Presupuestario</b>		
Subida de las bases máximas de cotización	-	(1.000 - 1.100)
<b>TOTAL MEDIDAS</b>	<b>7.178</b>	<b>(6.065 - 7.713)</b>

Fuente: AIREF (2018).

<sup>1</sup> Disponible en <https://www.psoe.es/media-content/2019/12/30122019-Coalici%C3%B3n-progresista.pdf>

<sup>2</sup> Disponible en: <https://www.elmundo.es/economia/2020/01/09/5e162291fdddfa4418b4638.html>

se incluyen como ingresos adicionales los que aparecían en el Plan Presupuestario para 2019 (Plan 2019), esencialmente iguales a las del posterior proyecto de PGE-2019 (Lago-Peñas, 2019), y las posibles novedades del Acuerdo de coalición en el frente tributario. En la medida en que existen cuantificaciones precisas en el caso del Plan 2019 y los pactos con otras formaciones políticas dejan a un lado los ingresos, los cálculos están sujetos a menor incertidumbre. Este enfoque nos daría una idea del margen con el que cuenta la coalición de gobierno para ampliar su gasto por encima del escenario inercial que dibuja el Plan 2020 en el que, recordemos, ya se incluye la subida de sueldo a empleados públicos y la revalorización de las pensiones.

En el cuadro 1 aparecen las estimaciones del Gobierno y de la AIReF para cada una de las medidas de los nuevos ingresos contempladas en el Plan 2019 y la subida en las bases máximas de las cotizaciones a la Seguridad Social, inicialmente no contempladas, pero que el Gobierno decidió con posterioridad al envío del documento a la Comisión Europea. Con esa incorporación, la estimación de ingresos adicionales del Gobierno (7.178 millones de euros) quedaba dentro del intervalo de confianza trazado por la AIReF (6.065-7.713 millones). Si a esas cifras le restamos los incrementos en las cotizaciones sociales que fueron implementadas a pesar del rechazo de los PGE-2019, el intervalo de la AIReF caería hasta 3.565-4.913 millones de euros. Esto supone un incremento de ingresos entre el 0,3-0,4% del PIB.

En el apartado 10 del Acuerdo de coalición se contemplan las medidas pactadas para incrementar los ingresos y garantizar el equilibrio presupuestario. En el caso del impuesto sobre sociedades y del IRPF, lo ahora acordado es esencialmente lo mismo que aparecía en el Plan 2019. Por su parte, los nuevos impuestos sobre determinados servicios digitales y el impuesto sobre las transacciones financieras aparecen también en el Plan 2019. Lo mismo ocurre con las rebajas en el IVA y la lucha contra el fraude fiscal. Finalmente, el Acuerdo no hace una referencia concreta a subidas del impuesto sobre patrimonio, pero sí explicita que “se estudiará la fiscalidad de las grandes fortunas al objeto de que contribuyan a un sistema fiscal más justo y progresivo”. En síntesis, el

Acuerdo de coalición no incluye medidas que eleven los ingresos significativamente diferentes a las ya cuantificadas en el Plan 2019 y contrastadas por la AIReF.

---

*La implementación en 2020 de todas las medidas de ingreso explicitadas en el Acuerdo de coalición situaría el déficit total en -1,8% del PIB, en el mejor de los casos. Incluso esta cifra sería insuficiente para cumplir con el objetivo del Programa de Estabilidad y no llegaría siquiera para cumplir con los objetivos de reducción del déficit estructural en 2020 (-0,65% del PIB).*

---

Partamos de la estimación de déficit para 2020 de la Comisión Europea en el escenario inercial que traza el Plan 2020 y que incluye las subidas de salarios públicos y de pensiones (-2,2%). La implementación de todas las medidas de ingreso explicitadas hasta la fecha situaría el déficit total en -1,8%, en el mejor de los casos. Esta cifra sería claramente insuficiente para cumplir con el objetivo del *Programa de Estabilidad 2019-2022* y no llegaría siquiera para cumplir con los objetivos de reducción del déficit estructural en 2020 (-0,65% del PIB).

Y esto último ha pasado a ser particularmente relevante desde el 1 de enero de 2020, al finalizar el período contemplado en la disposición transitoria primera de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. Los límites establecidos en los artículos 11 y 13 de la ley rigen ya plenamente. En particular, el primero de los preceptos establece que: “ninguna Administración Pública podrá incurrir en déficit estructural, definido como déficit ajustado del ciclo, neto de medidas excepcionales y temporales. No obstante, en caso de reformas estructurales con efectos presupuestarios a largo plazo, de acuerdo con la normativa europea, podrá alcanzarse en el conjunto de Administraciones Públicas un déficit estructural del 0,4 por ciento del PIB nacional expresado en términos nominales, o el establecido en la normativa europea cuando este fuera inferior”. Una ley orgánica que, no lo olvidemos, desarrolla

el artículo 135 de la Constitución española, en el que se establece que: “El Estado y las Comunidades Autónomas no podrán incurrir en un déficit estructural que supere los márgenes establecidos, en su caso, por la Unión Europea para sus Estados Miembros [...] Los límites de déficit estructural y de volumen de deuda pública sólo podrán superarse en caso de catástrofes naturales, recesión económica o situaciones de emergencia extraordinaria que escapen al control del Estado y perjudiquen considerablemente la situación financiera o la sostenibilidad económica o social del Estado, apreciadas por la mayoría absoluta de los miembros del Congreso de los Diputados”.

Por consiguiente, parece inevitable que la implementación de las medidas de gasto incorporadas en el Acuerdo de coalición PSOE-Unidas Podemos pase por recortes en otros programas de gasto o actuaciones adicionales por el lado de los ingresos, preferiblemente al abrigo de una reforma global y en profundidad del sistema fiscal español.

## Referencias

- AIREF (2018). *Informe sobre las líneas fundamentales de los presupuestos de las Administraciones Públicas 2019. Informe 45/2018*. 26-10-2018. Disponible en: [www.airef.es](http://www.airef.es)
- (2019a). *Seguimiento mensual del objetivo de estabilidad para el conjunto de Administraciones Públicas*. Noviembre 2019. 26-12-2019. Disponible en: [www.airef.es](http://www.airef.es)
- (2019b). *Observatorio de deuda. Noviembre 2019*. Disponible en: [www.airef.es](http://www.airef.es)
- BANCO DE ESPAÑA (2019). *Previsiones macroeconómicas de la economía española (2019-2022)*. 16-12-2019. Disponible en: [www.bde.es](http://www.bde.es)
- COMISIÓN EUROPEA (2019a). *European Economic Forecast Autumn 2019*. Disponible en: <https://ec.europa.eu>
- (2019b). *Cyclical Adjustment of Budget Balances. Autumn 2019*. Disponible en: <https://ec.europa.eu>
- (2019c). *Commission opinion on the Draft Budgetary Plan of Spain C(2019) 915 final*. 20-11-2019. Disponible en: <https://ec.europa.eu>
- CONDE-RUIZ, J. I., MARÍN, C. y RUBIO JIMÉNEZ, J. (2019). Déficit 2019, un año de transición. *Nada es Gratis*. 26-12-2019. Disponible en: <https://nadaesgratis.es>
- FUNCAS (2020a). *Previsiones económicas para España 2020-2022. Enero 2020*. 23-01-2020. Disponible en: [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- (2020b). *Panel de previsiones de la economía española. Enero 2020*. 27-01-2020. Disponible en: [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- LAGO PEÑAS, S. (2019). Ajuste fiscal: se mantiene la incertidumbre. *Cuadernos de Información Económica*, 268, 13-19 pp. Disponible en: [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- MINISTERIO DE HACIENDA (2019a). *Plan Presupuestario 2020. Reino de España*. 15-10-2019. Disponible en: [www.hacienda.gob.es](http://www.hacienda.gob.es)
- (2019b). *Ejecución presupuestaria. Noviembre de 2019*. 23-12-2019. Disponible en: [www.hacienda.gob.es](http://www.hacienda.gob.es)

# El mercado de la vivienda: diferencias territoriales en su recuperación

Fernando Gómez Díaz\*

**El análisis regional y local del mercado español de vivienda pone de manifiesto la existencia de singularidades territoriales importantes que son inherentes a un tipo de bien –la vivienda– en el que la ubicación segmenta dicho mercado y, por consiguiente, determina de forma principal el precio. De hecho, mientras que en promedio la vivienda en España tiene un valor de mercado aproximadamente del 83% del nivel máximo que llegó a alcanzar antes de la crisis, hay 9 provincias en las que el precio se ha recuperado más que la media, frente a 43 donde la subida ha sido menor a la del conjunto del país. Las regiones con un comportamiento más dinámico de la población y del empleo son también, con alguna excepción, aquellas donde la recuperación del precio ha sido más intensa. Por último, el esfuerzo de compra de vivienda, que está en 5,3 años para la media nacional (1,2 años menos que en el máximo anterior a la crisis), es bastante superior en Madrid, los dos archipiélagos y País Vasco, y está muy por debajo en las dos Castillas, Aragón, Extremadura, Asturias, Murcia y La Rioja.**

El considerable interés que suscita la vivienda en la sociedad se vio incluso acrecentado a raíz de la última crisis económica, cuyo desarrollo en España estuvo íntimamente relacionado con el pinchazo de la burbuja inmobiliaria. Con posterioridad, y una vez superada la crisis, numerosas variables relacionadas con la oferta y la demanda de viviendas ponen de manifiesto que la recuperación ha sido realmente intensa en los últimos años. Y en la actualidad, los indicadores disponibles apuntan a una suave desaceleración que no parece que vaya a acabar en un nuevo *pinchazo inmobiliario*, porque ni se visualizan especialmente desequilibrios en el mercado de

la vivienda (Ocaña y Torres, 2019), ni las variables de índole financiera, estrechamente ligadas a la financiación inmobiliaria, presentan signos de posible deterioro (Carbó, Cuadros y Rodríguez, 2019).

La mencionada desaceleración ha comenzado a ser una realidad a finales de 2019 con una contracción en la oferta, que se deja de manifiesto en indicadores como los visados de obra nueva y el consumo de cemento, así como en la demanda, tal y como se percibe en las transacciones (primer año con crecimiento acumulado en negativo tras cuatro con tasas positivas y superiores al 10%) y en las hipotecas.

\* Funcas.

No obstante, en estos últimos hay que destacar que anteriormente, en los meses de agosto y septiembre, presentaron una fuerte contracción debido a la entrada en vigor de la nueva Ley Hipotecaria. Aún no disponemos de suficientes datos posteriores para analizar cuánta recuperación ha existido, pero parece que no es suficiente para compensar la desaceleración consecuencia del enfriamiento general del mercado. Este panorama ha lastrado el indicador de confianza en la construcción a niveles bajos, pero muy superiores a los que se registraban hace un par de años, mientras que en los últimos datos (hasta el tercer trimestre de 2019) del valor tasado medio se percibe un crecimiento similar al del año previo, con tasas superiores al 3%.

Este artículo pretende analizar el mercado de la vivienda desde una perspectiva regional y local, ya que se trata de un mercado muy segmentado por múltiples variables, como el tamaño o la tipología de la vivienda, pero de forma muy especial por su ubicación. Por ello, es habitual referirse a este mercado como un *mercado de nicho*, lo que quiere decir que la oferta general de todo el país no cubre las deman-

das específicas de todos los consumidores, ya que estos necesitan una vivienda con unas características concretas en un lugar también determinado, donde, si hay escasez, el precio será elevado y viceversa. Todo ello lleva a que, sin desechar los análisis de tipo más agregado que nos dan claves importantes, puede resultar de interés un enfoque basado en las diferencias territoriales que presenta la recuperación del mercado inmobiliario en España.

## Recuperación del precio y compraventas

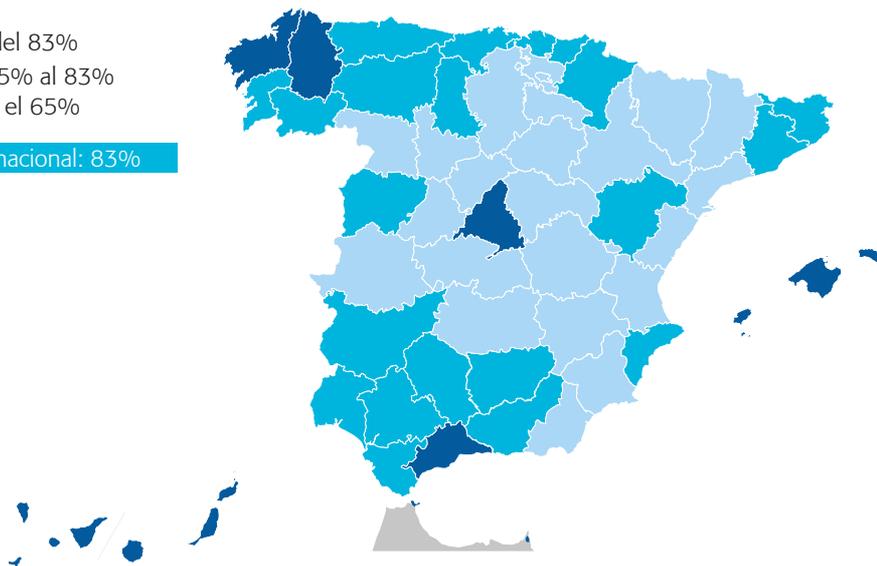
Con datos hasta el tercer trimestre de 2019, la vivienda en España tenía un valor de mercado aproximadamente del 83% del nivel máximo que llegó a alcanzar antes de la crisis. Del total de provincias y ciudades autónomas, en 9 de ellas el precio se ha recuperado más que la media, frente a 43 donde la subida ha sido menor a la del conjunto del país (mapa 1).

La recuperación fue muy intensa en Baleares, donde los precios ya alcanzan los niveles máximos

Mapa 1

### Precio de la vivienda libre en 2019

(En porcentaje del máximo anual histórico, por tramos)



Fuente: Ministerio de Fomento.

de 2008, así como en la provincia de Málaga, con una cifra de más del 90%. También las dos ciudades autónomas, la Comunidad de Madrid, Lugo y Santa Cruz de Tenerife presentan elevadas recuperaciones del precio, en torno al 86%. Y a continuación aparecen Las Palmas y A Coruña.

---

*En 22 provincias el precio de la vivienda es aún inferior al 65% del nivel máximo alcanzado antes de la crisis. Por el contrario, la recuperación ha sido muy intensa en Baleares –donde ya se ha llegado al anterior máximo–, Málaga, Madrid, Canarias, Lugo y A Coruña.*

---

Entre las 43 provincias en las que la subida de los precios ha sido menor que la media, se encuentra Barcelona, donde la recuperación fue del 75%. Hay 22 provincias donde el precio es aún inferior al 65% del nivel máximo que alcanzaron antes de la crisis. Y el peor comportamiento fue en las provincias de Toledo, Cuenca y Guadalajara en Castilla-La Mancha, Castellón en la Comunidad Valenciana, Tarragona y Lleida en Cataluña, y las provincias castellanoleonesas de Burgos y Ávila.

En todas las provincias donde la recuperación de los precios ha sido mayor que la media nacional, las capitales<sup>1</sup> han registrado crecimientos del precio superiores a la media de su región. Por el contrario, en las provincias con menor recuperación de los precios, sus capitales experimentaron ascensos inferiores a la media de la región. Esto apuntaría a que las capitales de estas provincias han perdido interés para los potenciales compradores, y en cambio otros municipios lo habrían ganado por diversos motivos, como por ejemplo, estar junto a otra región dinámica y convertirse en *ciudades dormitorio* –es el caso de municipios de la provincia de Guadalajara respecto a Madrid–.

En los años previos al estallido de la burbuja inmobiliaria, el número de transacciones de vivienda

libre superaba las 800.000 al año –incluso por encima de las 900.000 en 2006–, lo que suponía un ritmo de 1,9-2 compraventas por cada 100 habitantes. A partir de 2009 y hasta 2016 se redujo a menos de una transacción por cada 100 habitantes, y en los últimos años el ritmo de recuperación ha ido aumentando paulatinamente, superando una compraventa por cada 100 habitantes, hasta llegar a 2018, año en el que pierde algo de fuelle, como consecuencia fundamentalmente del aumento de precios (Registradores de España, 2019a).

Al igual que ha ocurrido con los precios, las transacciones se han recuperado, pero en menor magnitud, estando aún lejos de los niveles precrisis. En el conjunto de España el número de transacciones se ha elevado hasta alcanzar el 62% del nivel máximo de 2006. Como se puede ver en el mapa 2, hay doce provincias donde la recuperación ha sido superior a la media, y al mismo tiempo, otras dieciséis donde es inferior al 50% del valor máximo precrisis. El resto de territorios se encuentra en una situación intermedia.

En las provincias en las que más han aumentado las transacciones también los precios han ascendido de manera importante, a excepción de A Coruña y Lugo, donde la fuerte recuperación de los precios no ha ido acompañada de un número elevado de compraventas. También suponen excepciones Navarra y los territorios vascos de Álava y Vizcaya, en los que una fuerte recuperación en las transacciones no ha ido acompañada de una elevación significativa de los precios.

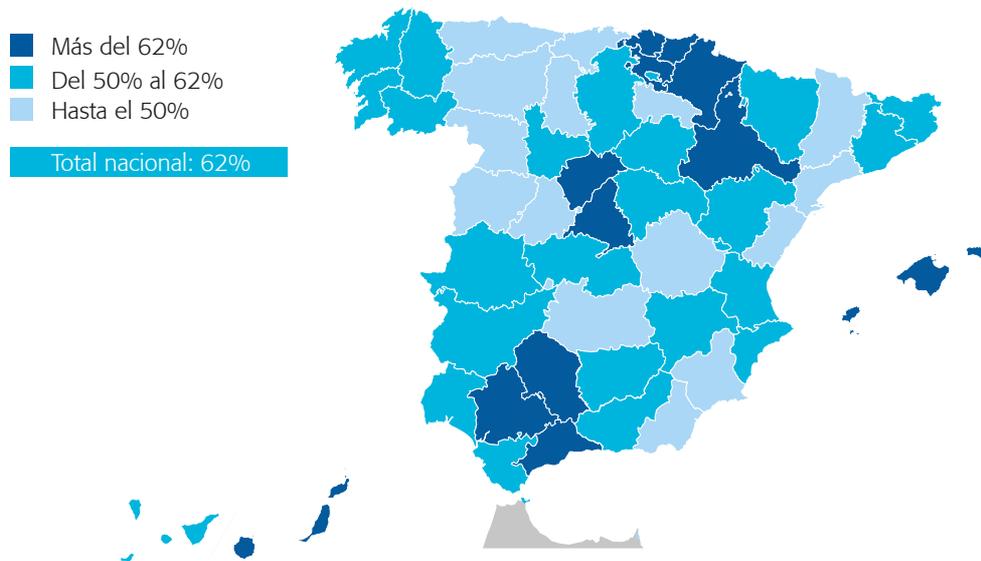
Las compraventas realizadas en los últimos años han sido principalmente de vivienda de segunda mano. Desde 2014 hasta 2018 solo una de cada diez viviendas compradas era de obra nueva, frente a cuatro en los años previos a la crisis. Estos datos ponen de manifiesto que el *stock* acumulado en el periodo previo al estallido de la burbuja inmobiliaria fue tan elevado que se ha ido absorbiendo durante los años siguientes, y aún existen más de 400.000 viviendas en *stock* (Alves y Urtasun, 2019).

<sup>1</sup> Datos de la sociedad de tasación Tinsa para todas las capitales de provincias menos para Burgos, Soria, Toledo, Tarragona, A Coruña, Lugo, Ourense y La Rioja.

## Mapa 2

**Transacciones de vivienda libre en 2018**

(En porcentaje del máximo anual histórico, por tramos.)



Fuente: Ministerio de Fomento.

En consecuencia, la recuperación en el número de viviendas terminadas es poco más que anecdótica: mientras en el punto álgido del *boom* inmobiliario, entre 2004 y 2008, se llegaron a terminar más de medio millón de viviendas al año, en la actualidad el número asciende a poco más de 50.000. Por territorios, y dejando al margen el caso excepcional de Melilla, las provincias donde la recuperación ha sido más intensa fueron Guipúzcoa y Vizcaya, que en 2018 sobrepasaron el 35% del máximo anterior a la crisis. El resto de provincias presenta recuperaciones por debajo del 30%, y hay 34 en las que no se ha llegado siquiera al 10%.

## La población y el empleo como determinantes del precio de la vivienda

El crecimiento de la población en España en los años anteriores a la crisis iniciada en 2008 estuvo cercano al 2% de media anual. Posteriormente, el ritmo se redujo sustancialmente hasta situarse en tasas negativas entre 2013 y 2015. A partir de 2016

las tasas de crecimiento volvieron a ser positivas, llegando al 0,7% en 2019. En todas las regiones se pueden discernir estas tres etapas y, en concreto, todas tienen en común que en el último periodo ninguna ha obtenido las tasas de crecimiento previas a la crisis. A pesar de ello, existen diecinueve provincias en las que se ha alcanzado el máximo de población de la serie histórica, superando los valores máximos precrisis.

El crecimiento de la población está muy relacionado con el de los precios de la vivienda, de modo que puede realizarse una ordenación del comportamiento de las provincias españolas en cuatro grupos (véase el cuadro 1).

- Aquellas en las que la pérdida de población ha sido importante y la recuperación del precio de la vivienda está por debajo de la media nacional. Ejemplo de esta dinámica es Castilla y León, donde todas sus provincias han perdido población y la recuperación del precio es del 66% del valor máximo. También Castilla-La Mancha ha visto reducida la pobla-

Cuadro 1

**Recuperación de la población y del precio de la vivienda libre en 2019**

(En porcentaje del máximo histórico anual)

		Población	Precio de la vivienda
	Total nacional	101	83
Grupo 1	Asturias	95	67
	Castilla y León	94	66
	Castilla-La Mancha	97	58
	Extremadura	96	68
Grupo 2	Aragón	99	64
	Cantabria	98	71
	Comunidad Valenciana	100	68
	La Rioja	98	62
Grupo 3	Andalucía	101	81
	Murcia	102	63
	Navarra	102	75
	País Vasco	100	74
Grupo 4	Baleares	107	100
	Canarias	105	85
	Cataluña	101	74
	Madrid	104	87
Otros	Galicia	97	84
	Ceuta	100	88
	Melilla	100	87

Fuentes: INE y Ministerio de Fomento.

ción en todas sus provincias –a excepción de Guadalajara– y el precio se ha recuperado hasta en torno al 58% del valor precrisis. Se suman a este grupo Extremadura y Asturias, donde el precio de la vivienda es el 68% y el 67% del máximo anterior a la crisis, respectivamente, y con disminución de población.

- Un segundo grupo lo constituyen provincias con aumentos del precio de la vivienda similares a los del grupo anterior, pero con pérdidas de población de menor magnitud. Está conformado por las comunidades aragonesa, cántabra y riojana, con una recuperación del precio respecto a su valor máximo del 64%, 71% y 62%, respectivamente. También está incluida la Comunidad Valenciana, que ha perdido población en sus provincias –a excepción de Alicante– y donde el precio ronda el 68% del nivel máximo.

- En el tercer grupo se encuentran aquellas regiones que han tenido un crecimiento neto positivo de la población con una recuperación moderada del precio de la vivienda. Están englobadas en él las comunidades de Murcia y Navarra, donde el precio se ha recuperado respecto al valor máximo en un 63% y el 75%, respectivamente. También el País Vasco, con un 74%, si bien la provincia de Vizcaya ha perdido población. Andalucía también se suma a este grupo, aunque el crecimiento del precio –81% respecto al máximo– es más elevado que en las anteriores debido al fuerte incremento del mismo en la provincia de Málaga (95%).

- El cuarto grupo está conformado por aquellos territorios en los que el aumento de población ha sido mayor y la recuperación del precio de la vivienda ha sido intensa. Son especialmente

llamativos los casos de Canarias y Baleares, con crecimientos de la población muy significativos y recuperaciones de los precios respecto al valor máximo del 85% y el 100%, respectivamente. También destaca la Comunidad de Madrid con un 87%. Se suma a este grupo Cataluña, donde la recuperación de la población ha sido algo menor debido a la reducción de la misma en Lleida.

Las ciudades autónomas, debido a sus características especiales, suelen mostrar comportamientos diferentes que dificultan su agrupación junto a otros territorios. En ellas, la variación de la población ha sido prácticamente nula, pero acompañada de una intensa recuperación del precio, por encima de la media nacional.

Fuera de estos grupos estaría Galicia, que aunque pierde población —especialmente en Lugo y Ourense—, presenta una considerable recuperación de los precios, un 84% de los valores máximos. Si tenemos en cuenta la variación de población que ha ocurrido en el conjunto de municipios con más de 50.000 habitantes, la pérdida de la misma no es tan elevada, y ello explica en parte la anomalía de que la dinámica de esta región no encaje con ningún

grupo, ya que la pérdida más intensa de población ha tenido lugar en los municipios pequeños con mucho menor peso en el mercado inmobiliario.

En el resto de comunidades autónomas, si únicamente se examina la dinámica de la población en los municipios grandes —más de 50.000 habitantes—, la lectura a la que se llega es similar a la realizada previamente teniendo en cuenta el total de población de la región.

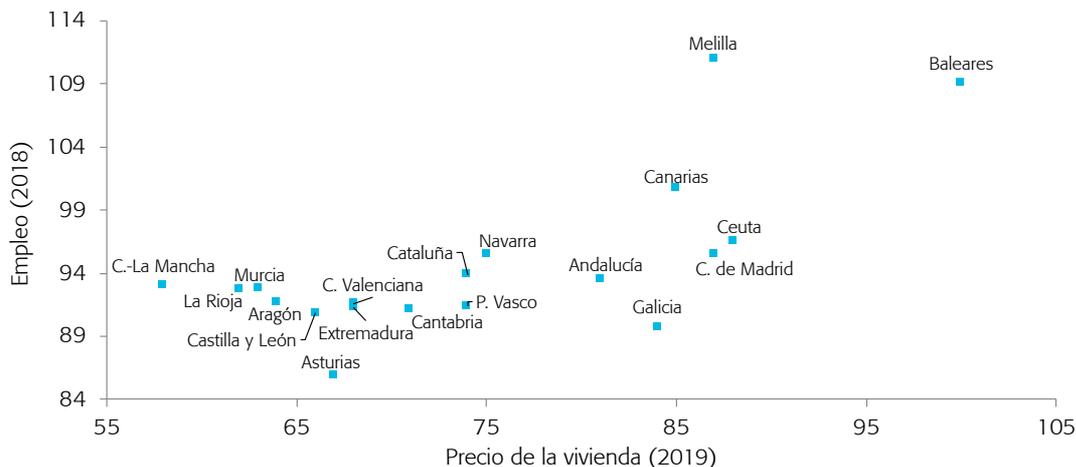
*Las provincias en las que la pérdida de población ha sido importante son también las que presentan una menor recuperación del precio de la vivienda. Ejemplos de esta dinámica son Castilla y León, Castilla-La Mancha, Extremadura y Asturias.*

El comportamiento del empleo está muy relacionado con los movimientos de población y es parte fundamental en la toma de una decisión vital como es la compra de vivienda. Tal y como se muestra en el gráfico 1, la recuperación del empleo ha sido especialmente positiva en aquellas regiones en las que el precio de la vivienda está más próximo al

Gráfico 1

**Recuperación del empleo y del precio de la vivienda**

(En porcentaje del máximo histórico anual)

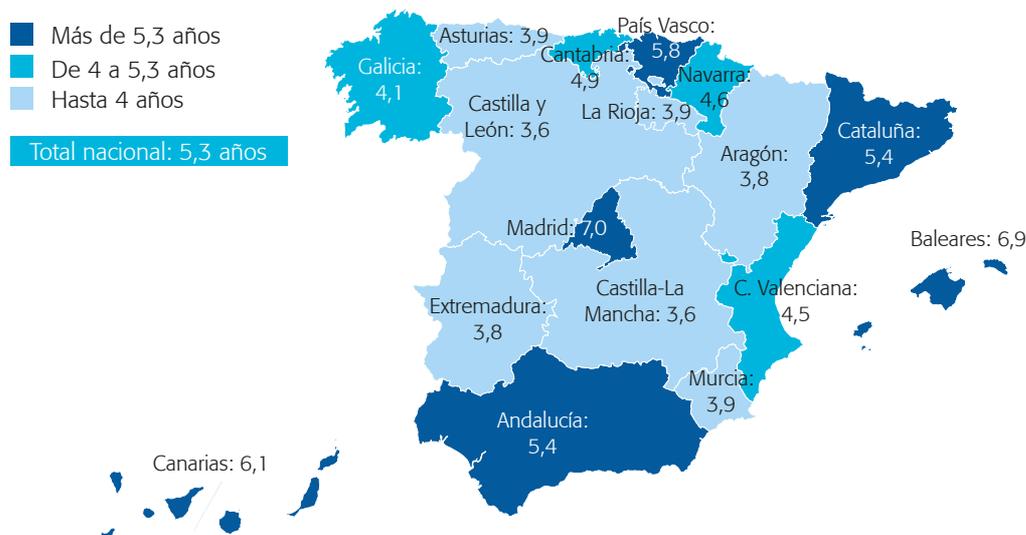


Fuentes: Ministerio de Fomento e INE.

## Mapa 3

**Esfuerzo para la compra de vivienda libre**

(Años de renta bruta del hogar necesarios para pagar la vivienda en 2018)



Fuentes: Ministerio de Fomento e INE (*Encuesta de condiciones de vida*).

valor máximo precrisis. Por ello, en los territorios donde el empleo ha remontado de manera más intensa es también donde la recuperación del precio de la vivienda ha sido superior a la media del país, a excepción del caso particular ya comentado de Galicia. En cuanto al resto de regiones, aquellas que presentan una evolución del empleo más débil que en el conjunto del país son también las que han tenido una recuperación del precio por debajo de la media nacional, a excepción de Navarra y Cataluña.

En síntesis, salvo algunos casos particulares, en los territorios donde la población y el empleo han crecido más, el precio de la vivienda ha mostrado una intensa recuperación. Por el contrario, en aquellas regiones con mal comportamiento de la población y el empleo, la recuperación del precio de la vivienda ha sido más débil.

**Esfuerzo de compra de la vivienda**

Todas las variables analizadas hasta ahora nos aproximan a la recuperación ocurrida en el mercado de la vivienda en los diferentes territorios de España,

pero también es de gran interés examinar cómo ha evolucionado el esfuerzo que los compradores tienen que dedicar para afrontar la compra de vivienda. Una manera de cuantificarlo es mediante el cociente entre el valor de la vivienda y la renta bruta media de los hogares, lo que da una idea del número de años necesarios para la compra de vivienda si se dedicara a ello la totalidad de la renta.

*El esfuerzo medio para la compra de una vivienda son 5,3 años de renta del hogar. Por encima de dicha cifra se sitúan con claridad Madrid, Baleares, Canarias, y el País Vasco. Y muy por debajo están Castilla y León, Castilla-La Mancha, Extremadura, Aragón, La Rioja, Murcia y Asturias.*

La media nacional de este indicador era 5,3 años en 2018. Como se puede ver en el mapa 3, las comunidades que estaban en dicho año en cabeza eran Madrid, País Vasco, Cataluña, Andalucía,

Baleares y Canarias. En contraste, en las regiones del interior, junto a Murcia y Asturias, se requerían menos de cuatro años. El resto de comunidades se encontraba en una posición intermedia.

En promedio, en el conjunto de España y en el año 2018, se necesitaban 1,2 años menos de renta para comprar una vivienda que en el máximo anterior a la crisis. Todas las comunidades están por debajo del máximo en más de un año, e incluso hay cinco con más de dos años. Por el contrario, en Canarias y en Madrid se estaba a menos de un año de renta que en el momento álgido previo a la crisis.

## Conclusiones

El análisis de la recuperación del mercado inmobiliario español por provincias y regiones arroja las siguientes conclusiones, que merece la pena destacar:

- El precio de la vivienda en España ha experimentado en los últimos años una recuperación importante hasta alcanzar algo más del 80% de su valor máximo anterior de la crisis. No obstante, existen importantes diferencias territoriales, ya que aún hay 22 provincias donde el precio todavía es inferior al 65% del máximo, mientras que en 9 provincias el precio se ha comportado mejor que la media del país.
- La recuperación en el número de compraventas ha sido inferior a la ocurrida en los precios, situándose ligeramente por encima del 60% del nivel de transacciones acontecidas en el momento álgido, también con una gran heterogeneidad entre provincias. Cabe destacar los débiles datos de construcción de vivienda nueva, ya que aún se está absorbiendo el *stock* producido en la burbuja inmobiliaria.
- La población española se redujo con la llegada de la crisis, y posteriormente, de manera paulatina, ha tenido lugar una recuperación

a ritmos inferiores a los observados en el periodo anterior al *pinchazo inmobiliario*. En consecuencia, a día de hoy hay diecinueve provincias en las que la población ya está en su máximo histórico. Salvo excepciones, en los territorios donde la población y el empleo se han comportado bien, el precio de la vivienda se ha recuperado de manera más intensa.

- En la actualidad, la compra de vivienda requiere un esfuerzo inferior al necesario en el momento álgido antes de la crisis en todas las comunidades, incluso en las que la recuperación del precio ha sido más intensa y ya se encuentra en valores muy próximos al nivel máximo.

Finalmente, aunque parece que a corto plazo la desaceleración del mercado de la vivienda de manera agregada va a ser suave y no hay motivos para esperar un nuevo pinchazo inmobiliario, los diferentes ritmos de recuperación regionales ponen de manifiesto la existencia de factores estructurales singulares de carácter territorial que deben ser tenidos en cuenta en el análisis de este mercado.

## Referencias

- ALVES, P. y URTASUN, A. (2019). Evolución reciente del mercado de la vivienda en España. *Boletín Económico del Banco de España*, Vol. 2(19).
- CARBÓ, S., CUADROS, P. y RODRÍGUEZ, F. (2019). Una desaceleración con menores riesgos inmobiliarios y financieros. *Cuadernos de Información Económica*, 273, noviembre-diciembre, pp. 11-18.
- OCAÑA, C. y TORRES, R. (2019). El mercado de la vivienda: situación y perspectivas a corto plazo. *Cuadernos de Información Económica*, 273, noviembre-diciembre, pp. 1-9.
- REGISTRADORES DE ESPAÑA (2019a). *Estadística registral inmobiliaria 2018*.
- (2019b). *Estadística registral inmobiliaria, 3er trimestre 2019*.

# Radiografía del sector *fintech* español

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

**El sector *fintech* español ha experimentado un crecimiento significativo en los últimos años, tanto en el número de empresas como en la inversión privada destinada al mismo. En 2019 era ya cinco veces mayor que en 2015, habiéndose captado 192,9 millones de euros, lo que supone una media de más de cuatro millones en cada ronda de financiación. En cuanto al tipo de actividades, se aprecia una concentración en cuatro segmentos de negocio: crédito, pagos, inversiones y gestión de finanzas personales. La mayor parte de las *fintech* son fruto del emprendimiento individual, tienen su origen en las grandes ciudades (Madrid, Barcelona y Valencia) y presentan modelos de negocio orientados a ofrecer soluciones tecnológicas a otras empresas. La irrupción de empresas de base tecnológica en el mundo financiero ha tenido una incidencia en el sector bancario. En un principio, se consideró que las *fintech* y las entidades bancarias competirían abiertamente. Sin embargo, lo que se ha observado es un incremento de la participación del sector bancario español en las *fintech*, tanto en forma de capital como desarrollando programas de incubación/aceleración, con nuevas relaciones de colaboración o *coopetición*.**

Aunque antes de 2007 ya se observaba una adopción creciente de la tecnología en el ámbito financiero, la crisis financiera propició un cambio más acelerado. Progresivamente, se observó una proliferación de nuevos proveedores de servicios financieros, con modelos de negocio basados en soluciones tecnológicas con las que mejorar la experiencia del cliente.

En España, la irrupción del fenómeno *fintech* ha sido considerable. Como recoge el gráfico 1, se ha pasado de 78 empresas en 2015 a 385 en 2019, de

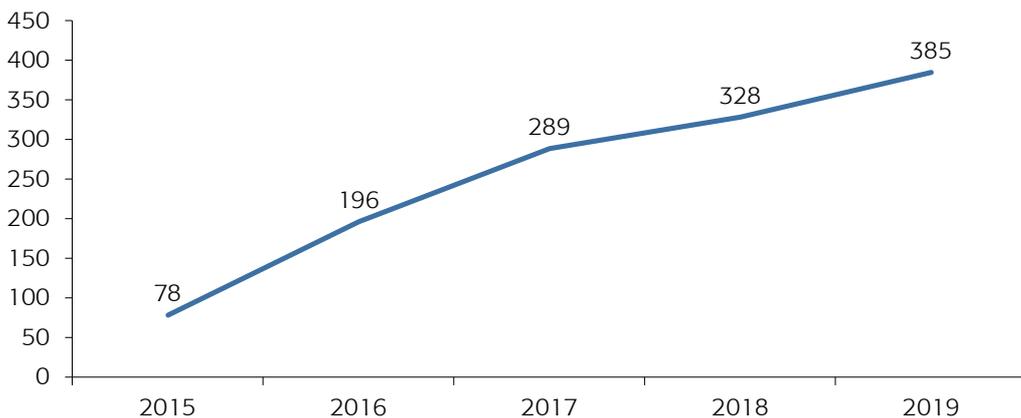
modo que en apenas cuatro años el sector *fintech* español se ha quintuplicado. También se observa una creciente diversificación en los servicios financieros ofrecidos. Aunque dominan las *fintech* que se orientan al crédito y los servicios de pago, también comienzan a surgir otras orientadas a la gestión de las finanzas personales y servicios como cambio de divisas. En algunos casos, estas *fintech* han ido ampliando progresivamente los servicios financieros ofrecidos para convertirse en "neobancos" (bancos nacidos como puramente digitales).

\* CUNEF, Bangor University y Funcas.

\*\* CUNEF y Funcas.

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

Gráfico 1

**Evolución del número de *fintech* en España (2015-2019)**

Fuente: Finnovating y elaboración propia.

La evolución del sector *fintech* también ha estado marcada por cambios en la forma con la que se ha concebido su relación con el sector bancario. En un inicio, *fintech* y las entidades financieras se consideraron como puros competidores. Sin embargo, en los últimos años se comienza a observar un cambio en la relación entre *fintech* y los bancos tradicionales más orientada hacia la colaboración. La competencia parece haberse centrado más en el campo de las ideas que entre las instituciones. Así, en los últimos años las entidades financieras españolas comienzan a invertir en las *fintech* españolas, bien a través de su participación en el capital o desarrollando programas de incubación/aceleración de *fintech*.

## Caracterización de la *fintech* española

Una de las peculiaridades del ecosistema *fintech* español reside en el amplio abanico de actividades de intermediación financiera que realizan las 385 empresas que actualmente operan en España. El gráfico 2 presenta la distribución de las *fintech* por segmentos de actividad. Se identifican once tipos de servicios financieros. Como muestra el gráfico 2 la mayor parte de estas empresas se dedican a la actividad crediticia. Existen un total de 96 *fintech* en este segmento, una de cada cuatro. También destaca un

elevado porcentaje de *fintech* orientadas a los pagos (un 15,06%). En este grupo se incluyen todas aquellas que prestan, bien directamente o por medio de otras entidades, medios de pago electrónicos minoristas. Muchas de estas *fintech* son entidades reconocidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores como entidades de dinero electrónico.

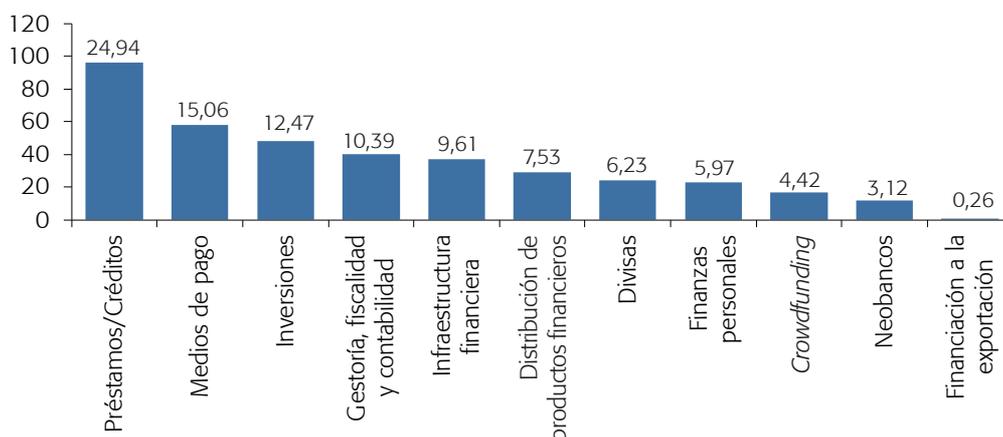
*En 2019 el sector fintech agrupaba en España a un total de 385 empresas. Una de cada cuatro se dedica a la actividad crediticia. Un 15% se orienta a la prestación de servicios de pago electrónicos. Un 12%, a la realización de inversiones (asesoramiento y gestión automatizada, redes de inversión basadas en plataformas de negociación). Y un 10% ofrece soluciones contables, fiscales y actividades de gestoría.*

Por otro lado, un 12,47% se orienta a la realización de inversiones. Dentro de estas se pueden distinguir: *fintech* que prestan servicios de asesoramiento en materia de inversiones de manera automatizada, aquellas que ofrecen servicio de gestión automatizada, las que son redes de inversión y las que ofrecen plataformas de negociación. Por otra parte, también han crecido las que proporcionan soluciones contables, fiscales y otras actividades de gestoría, que ya suponen el 10,39% del total. El

Gráfico 2

**Distribución de las *fintech* por segmento de actividad**

(Número de empresas y porcentaje de cada segmento sobre el total)



Fuente: Finnovating y elaboración propia.

gráfico 2 refleja una concentración de las *fintech* españolas del 62,86% en los cuatro segmentos señalados: crédito, pagos, inversiones y gestoría.

Además, el gráfico 2 muestra una peculiaridad del sector *fintech* español en relación a otros del entorno europeo. Mientras que en Europa destaca la proliferación de plataformas de micromecenazgo o *crowdfunding*, en España solo existen diecisiete *fintech* de esta

tipología, menos del 5% del total. El gráfico 2 también constata la irrupción de los “neobancos”. En muchos de estos casos se trata de *fintech* que surgieron orientadas al crédito o a los pagos, pero que progresivamente han ido ampliando los servicios ofrecidos para convertirse en nuevos bancos digitales.

El cuadro 1 recoge algunas de las principales características de las *fintech* en relación a su fundación y

Cuadro 1

**Principales características: fundadores, lugar de fundación y modelo de negocio**

(En porcentaje)

<b>Número de fundadores</b>	2,03
Emprendedores	93
Empresa ya existente	7
<b>Lugar de fundación</b>	
Madrid	56
Barcelona	19
Valencia	7
Resto de España	19
<b>Modelo de negocio</b>	
B2B (Business-to-Business)	56
B2C (Business-to-Consumer)	34
B2B y B2C	10

Fuentes: Dealroom.co, Sabi y elaboración propia.

su modelo de negocio. Se observa que el número de fundadores medio es de 2,03. La mayor parte de estas son fruto del emprendimiento individual. En concreto, el 93% de las *fintech* actuales han sido creadas por grupos de emprendedores, en muchos casos con diferentes perfiles profesionales, dispuestos a poner en marcha ideas innovadoras en materia de digitalización financiera. Solamente una parte residual, cerca del 7%, han surgido en el seno de una empresa ya existente.

Asimismo, el cuadro 1 refleja la elevada concentración geográfica de estas empresas. Más de la mitad de las *fintech* (56%), se localizan en Madrid. Un 19% lo hace en Barcelona y un 7% en Valencia. Solo dos de cada diez *fintech* surgen fuera de estas tres provincias. Sin duda, el dinamismo empresarial, la fortaleza económica y el mayor potencial para la escalabilidad que ofrecen estas provincias motivan que sean capaces de concentrar el grueso de las *fintech* españolas. También es destacable el impulso dado en algunos casos para la creación de centros de actividad *fintech* en estos territorios.

En cuanto al modelo de negocio, el cuadro 1 muestra que el 56% de las *fintech* orientan su actividad a otras empresas, ofreciendo servicios de intermediación o soluciones financieras intermedias. En muchos de estos casos, los clientes de estas *fintech* son pequeñas y medianas empresas (pymes). En este sentido, muchas *fintech* están ayudando a las pymes a abordar su salto digital permitiéndoles ofrecer plataformas de pagos con las que poder vender a través del comercio electrónico. En cualquier caso, un 34% de las *fintech* están claramente orientadas al consumidor final. Fundamentalmente, aquellas que permiten gestionar el patrimonio o las finanzas personales y realizar inversiones.

Otro elemento relevante en la caracterización de las *fintech* españolas reside en su forma de financiación. Se trata de un aspecto clave para que puedan crecer y ganar la escalabilidad necesaria para obtener beneficios. El cuadro 2 recoge la evolución de la financiación captada por las *fintech* españolas. Desde 2015 han tenido lugar 248 rondas de financiación, habiéndose captado más de 400 millones de euros. Más de la mitad de estas rondas se han

canalizado a través de capital semilla (*seed capital*) o de capital riesgo (*venture capital*), siendo la principal diferencia entre ambas la mayor inversión realizada en el segundo caso. Recientemente, se observa también la proliferación de nuevos modelos de financiación como el *media for equity*. En este tipo de inversión, grandes grupos audiovisuales ofrecen publicidad a las *fintech* en sus canales de televisión y cadenas de radio a cambio de una participación accionarial. Se trata de un tipo de financiación habitual en países como Reino Unido y Alemania y que comienza a proliferar en España, especialmente para las *fintech* que han superado una fase inicial y que buscan ganar en escalabilidad a través de la publicidad de masas.

---

*Desde 2015 han tenido lugar 248 rondas de financiación, habiéndose captado más de 400 millones de euros. Más de la mitad de estas rondas se han canalizado a través de capital semilla o de capital riesgo, siendo la principal diferencia entre ambas la mayor inversión realizada en el segundo caso.*

---

Aunque el número de rondas de financiación no ha experimentado grandes variaciones, el mayor registro se produjo en 2017, con 62 rondas. El volumen recaudado ha ido creciendo progresivamente. Así, 2019 finalizó con un total de 192,9 millones de euros captados, lo que supone que en cada ronda de financiación se han recaudado más de cuatro millones en promedio. Estas cifras ponen de manifiesto la consolidación del sector, con unas *fintech* con proyectos más maduros y con una mayor capacidad para atraer financiación privada para seguir afrontando su crecimiento. En cualquier caso, el cuadro 2 también refleja una concentración de esta financiación. El porcentaje de las diez principales rondas de financiación ha aumentado. Así, en 2019, el 90% de los 192,9 millones de euros recaudados ha sido captado en las diez principales operaciones. Esta creciente concentración de la financiación parece ir en consonancia con una cierta "bipolarización" del sector. En particular, conviven *fintech* en etapas iniciales de su desarrollo y con una limitada

Cuadro 2

**Financiación de las *fintech* españolas (2015-2019)**

	Rondas	Recaudación (millones de euros)	Recaudación/ronda (millones de euros)	Top 10 (%)	Resto (%)
2015	40	33,80	0,85	47%	53%
2016	51	25,22	0,49	78%	22%
2017	62	90,81	1,46	79%	21%
2018	49	79,62	1,62	77%	23%
2019	46	192,93	4,19	90%	10%
	248	422,38	1,70	95%	5%

Fuente: Dealroom.co y elaboración propia.

capacidad de financiación privada, con otras que ya están en etapas más maduras y con mayor capacidad para captar grandes sumas de dinero para financiarse.

## La relación entre las *fintech* y el sector bancario español

Cuando el fenómeno *fintech* comenzó a despegar tras la crisis, la relación entre las *fintech* y el sector bancario se concibió desde el prisma de la competición pura. La aparición de estos nuevos proveedores de servicios financieros en el contexto de una creciente digitalización financiera propició que las *fintech* y las entidades financieras se considerasen mutuamente como competidoras. Sin embargo, en los últimos tiempos se observa un cambio de percepción en el sector, y tanto las entidades financieras como las *fintech* comienzan a percibir la posibilidad de colaborar. En este sentido, surgen nuevos términos para definir su relación entre los que destaca el de *cooperación*, como convivencia de competencia y cooperación. La relación típica que describiría este concepto sería la de dos competidores que colaboran de forma puntual porque existe una oportunidad de mejora para ambas.

Por otro lado, el sector bancario ha sabido también absorber parte de la innovación *fintech*. Esto se pone de manifiesto en la cada vez mayor participación de las entidades financieras en el capital

de las *fintech* españolas. El cuadro 3 muestra cómo, en el periodo 2015-2019, un total de ocho entidades financieras han participado en trece rondas de financiación. La cifra aún es reducida en comparación con el total de 248 rondas del periodo, pero se concentra principalmente en los dos últimos años, lo que viene a reflejar el reciente cambio en la configuración de las relaciones *fintech*-banca, en la que las entidades financieras tradicionales han emergido desde 2018 como inversores destacados. En cualquier caso, la recaudación obtenida en las rondas participadas por entidades bancarias está por encima de la media del periodo (9,14 millones de euros). Este hecho —unido a que la mitad de las entidades participantes lo han hecho en las diez principales rondas de financiación— viene a reflejar el apetito de las entidades financieras por participar en *fintech* con un cierto grado de madurez, que son, en general, las que protagonizan las rondas de financiación de mayor volumen.

En cualquier caso, la participación del sector bancario español no se limita únicamente a financiar el crecimiento de las *fintech* ya consolidadas, sino que también destaca por prestarles el apoyo logístico y financiero en sus fases iniciales a través de incubadoras o aceleradoras. Estos centros se convierten en espacios de innovación digital para que los proyectos seleccionados tengan la oportunidad de trabajar en un entorno colaborativo con la entidad financiera, con el objetivo de crear y desarrollar soluciones tecnológicas aplicables a los modelos de

## Cuadro 3

Participación del sector bancario español en las *fintech* españolas (2015-2019)

		2015-2019
Inversiones	Rondas de financiación	13
	Bancos participantes	8
	Recaudación media en rondas con participación de entidades bancarias (millones de euros)	9,14
	Entidades financieras participantes en Top 10 rondas de financiación	4
Incubadoras/Aceleradoras	Número de incubadoras	4
	Entidades financieras	4

Fuente: Dealroom.co y elaboración propia.

negocio emergentes. En la actualidad, existen cuatro proyectos activos de incubación de *fintech* liderados por entidades financieras españolas. La incubadora

*Tanto las entidades financieras como las fintech han percibido la posibilidad de colaborar. Así, surgen nuevos términos para definir su relación, entre los que destaca el de coopección, como convivencia de competencia y cooperación. La relación típica que describiría este concepto sería la de dos competidores que colaboran de forma puntual porque existe una oportunidad de mejora para ambos.*

pionera se creó en 2016 y en la actualidad ya ha desarrollado un total de cinco convocatorias con las que ha tutelado el desarrollo de más de 50 *fintech*.

## Conclusiones: el ecosistema *fintech* español y su relación con el sector bancario

En este artículo se analiza la evolución del sector *fintech* español y su relación con el sector bancario. Entre las principales conclusiones, cabe destacar las siguientes:

- El ecosistema *fintech* español actual es cinco veces superior al existente en 2015. Este crecimiento cuantitativo coincide con un mayor abanico de servicios financieros ofrecidos por estas empresas. Aunque cuantitativamente no es aún muy significativo en relación al sector bancario, constituye un entorno de innovación destacado para el desarrollo tecnológico.
- Más de la mitad de las *fintech* (un 62,86%) concentran su actividad financiera en cuatro segmentos: crédito, pagos, inversiones y gestoría. Además, la mayor parte es fruto del emprendimiento individual, tienen su origen en las grandes ciudades (Madrid, Barcelona y Valencia) y presentan modelos de negocio orientados a otras empresas (*B2B*).
- El volumen invertido en las *fintech* españolas desde 2015 asciende a 422,4 millones de euros. El análisis de la financiación captada en los últimos años muestra la coexistencia de pequeñas *fintech* con una limitada capacidad de financiación privada y en fases iniciales de desarrollo, y *fintech* más consolidadas capaces de captar grandes sumas de dinero para reforzar su crecimiento.
- Las entidades financieras han ido aumentando su participación en el sector *fintech*, bien a través de la participación directa en el capital de las mismas o mediante el esta-

blecimiento de incubadoras o aceleradoras para apoyar el crecimiento de aquellas *fintech* en etapas más incipientes. Esta participación ha sido especialmente destacada desde 2018.

En conjunto, la evolución del sector *fintech* español es destacada en cuanto al número de empre-

sas que lo integran y a la capacidad de estas para atraer inversores y continuar su crecimiento. En todo caso, esta evolución del sector parece orientarse hacia modelos de *cooperación* con el sector bancario, donde bancos y aquellas *fintech* más maduras comienzan a establecer acuerdos de cooperación, aunque las *fintech* y los bancos todavía puedan ser competidores directos en algunos nichos.



# La economía española frente al cambio climático y la transición energética

Gonzalo García y David del Val\*

**La economía española está registrando progresos en términos de emisiones de gases de efecto invernadero, reducción de la intensidad energética y aumento de la generación de fuentes renovables. No obstante, España tiene varias características que la colocan entre las economías de mayor exposición al impacto del cambio climático en Europa. Las alteraciones del clima afectarán principalmente al sector energético, los recursos hídricos, la agricultura y la ganadería, y el turismo. Pero el impacto neto dependerá, en gran medida, de la capacidad de los sectores público y privado para acelerar la transición hacia una economía baja en carbono: es ahí donde surge una oportunidad y una forma de asegurarse frente al impacto futuro.**

La evolución reciente de las emisiones de gases de efecto invernadero y la evidencia de los primeros efectos del cambio climático han aumentado el interés en el análisis de su impacto macroeconómico, que es un proceso lento con efectos persistentes pero de difícil modelización. En la vigesimoquinta *Conferencia de las Partes del Panel Intergubernamental de las Naciones Unidas contra el Cambio Climático*, celebrada en diciembre de 2019 en Madrid, se ha evidenciado la necesidad de incrementar las inversiones para acelerar la transformación de las economías hacia un modelo bajo en carbono. Además, la situación de debilidad general que atraviesa la economía global añade una razón adicional para conectar las perspectivas macroeconómicas con la lucha contra el cambio climático.

Los últimos datos globales sobre emisiones de gases de efecto invernadero han causado cierta alarma. Después de que las emisiones globales se mantuvieran entre 2014 y 2016, en los últimos dos años han repuntado, en gran medida por la evolución en los países emergentes. Según el Fondo Monetario Internacional, en 2018 las emisiones en los países del G-7 han disminuido, a excepción de Estados Unidos. En la última actualización del modelo de estimación integrada de cambio climático, del premio nobel William Nordhaus, se considera que la trayectoria de las emisiones y el precio del carbono están alejadas de las sendas que permitirían alcanzar los objetivos que se alcanzaron en la *Conferencia de París*. Destaca además la elevada incertidumbre existente sobre los impactos macro-

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

económicos, que no hace sino reforzar la urgencia para adoptar políticas más agresivas.

*Aunque se trata de un choque de naturaleza estructural y de efectos a medio y largo plazo, el cambio climático y las acciones para prevenirlo van a tener cada vez una mayor influencia en la evolución macroeconómica. Lo ocurrido con la industria del automóvil europea desde la entrada en vigor de la nueva normativa de pruebas de emisiones en septiembre de 2018 es un buen ejemplo.*

En la Unión Europea (UE), el Parlamento ha declarado simbólicamente la emergencia climática, mientras el nuevo equipo de la Comisión Europea ha presentado las líneas básicas del Pacto Verde Europeo (*European Green Deal*), un ambicioso proyecto para impulsar la transformación del modelo de crecimiento que permita alcanzar la neutralidad de emisiones de gases de efecto invernadero en 2050. En el *Plan Integral de Energía y Clima 2021-2030*, cuya versión definitiva se remitirá a Bruselas en breve plazo,

el Gobierno ha establecido los objetivos de reducción de emisiones de gases, aumento de la penetración de energías renovables y eficiencia energética, para contribuir a los objetivos globales europeos.

Aunque se trata de un choque de naturaleza estructural y de efectos a medio y largo plazo, el cambio climático y las acciones para prevenirlo van a tener cada vez una mayor influencia en la evolución macroeconómica. Lo ocurrido con la industria del automóvil europea desde la entrada en vigor de la nueva normativa de pruebas de emisiones en septiembre de 2018 es un buen ejemplo. En el caso español, hay factores idiosincráticos que acentúan las implicaciones macroeconómicas relacionadas con el cambio climático, tanto por nuestra exposición a los efectos negativos, como por las oportunidades que ofrece la transformación energética.

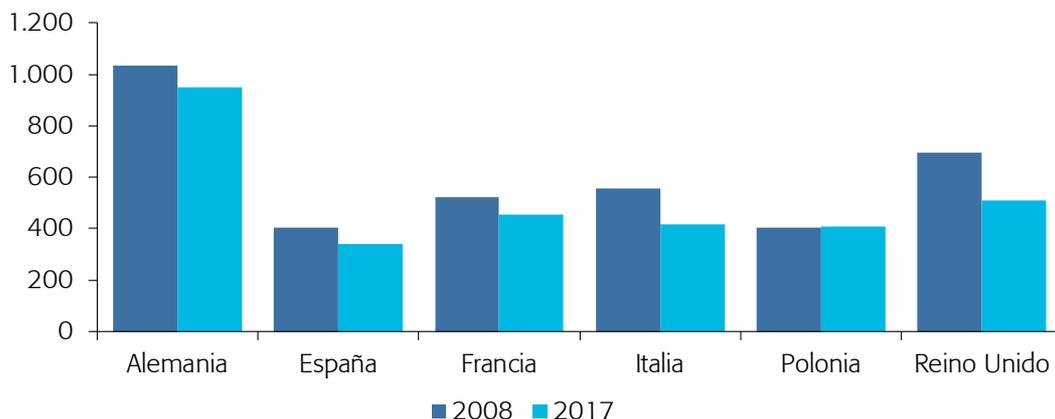
## Situación relativa de España

Según las estimaciones preliminares de la Agencia Europea de Medio Ambiente, las emisiones de gases de efecto invernadero en la Unión Europea se redujeron un 2% en 2018, después de

Gráfico 1

### Emisiones de gases de efecto invernadero

(Millones de toneladas)



Fuente: Eurostat, Afi.

incrementarse un 0,6% en 2017. Estas cifras corresponden a una reducción del 23% respecto a los niveles de 1990, lo cual supera el objetivo fijado por la UE, que preveía una reducción del 20% en 2020. Con los compromisos ya comunicados, los Estados miembros consideran que, con políticas constantes, la reducción puede llegar al 30% en 2030 y con las medidas adicionales que pretenden llevar a cabo, se podría incluso alcanzar una reducción del 36% en 2030 (siempre con respecto a 1990). Aunque se trata de una evolución positiva, no se llega al objetivo para ese año, que supondría lograr una reducción del 40%.

En el caso de España, el mínimo de emisiones se alcanzó en 2013 y posteriormente, con la recuperación, se han registrado oscilaciones, pero con una tendencia alcista hasta 2017. En 2018, las estimaciones realizadas por el Gobierno en el mes de julio apuntaban a una reducción del 2,2% respecto al año anterior, gracias a un descenso de las emisiones del sector eléctrico, compensada en parte por mayores emisiones en el sector del transporte.

Atendiendo a las emisiones por sectores, es destacable que pese al escaso peso relativo de su manufactura (apenas un 12,1%, comparado con el 23,1% de Alemania o el 14,8% de Suecia) esta es responsable del 23,7% del total, un porcentaje superior a la media de la UE. También destaca negativamente la alta contribución, absoluta y por tanto relativa, del transporte privado. Las altas temperaturas del país hacen, por el lado contrario, que la contaminación producida por la climatización de los hogares no sea particularmente elevada.

La evolución de las emisiones depende del crecimiento del PIB y de la población, así como de dos parámetros básicos del sector energético: intensidad y utilización de fuentes renovables. La primera afecta a la demanda de energía en relación al PIB, mientras que la segunda determina las emisiones de satisfacer dicha demanda. La evolución del sector energético español ha ido mejorando en estos dos ámbitos, con un efecto positivo sobre las emisiones. No obstante, en términos relativos con otras economías europeas, la economía española tiene mucho camino por recorrer para seguir avanzando en un

uso más eficiente de la energía y en un *mix* con menores emisiones de carbono.

---

*Pese al escaso peso relativo de las manufacturas españolas (apenas un 12,1%, comparado con el 23,1% de Alemania o el 14,8% de Suecia), son responsables del 23,7% de las emisiones, un porcentaje superior a la media de la UE. También destaca negativamente la alta contribución, absoluta y por tanto relativa, del transporte privado.*

---

La demanda de energía en España ha cambiado de composición, tanto en lo referente al consumo eléctrico como al global de consumo energético (petróleo, gas, carbón). Este cambio ha hecho que, durante la recuperación, la demanda energética haya crecido menos que el PIB. La elasticidad energía-PIB, es decir, el cambio relativo entre las dos variables ha pasado de 1,3 a 0,3, lo que significa que con un crecimiento de un punto de PIB, la demanda de energía crece solo 0,3 puntos, frente a los 1,3 puntos del periodo anterior. Esta mejora viene explicada por dos factores:

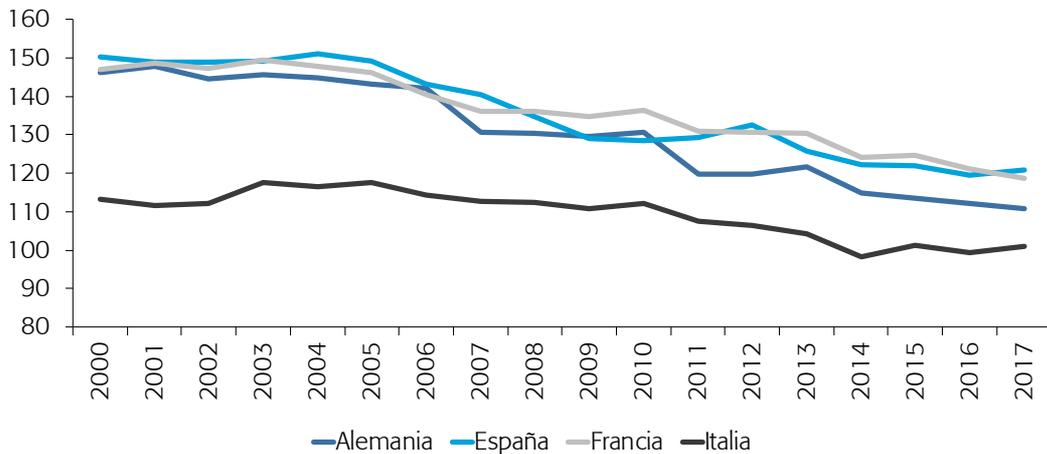
- Una mayor eficiencia energética, resultado de los esfuerzos por utilizar procesos de producción con menor consumo del factor energía.
- Un cambio en la estructura sectorial del PIB. Desde la crisis, la construcción y las ramas que la abastecen (como la de minerales no metálicos) han reducido de manera sustancial su peso en la producción, en beneficio fundamentalmente de sectores de servicios que utilizan relativamente menos energía.

El resultado es una reducción en la intensidad energética de la economía española, medida como el consumo de energía en toneladas equivalentes de petróleo (Tep) por miles de euros de PIB. Ahora bien, como se observa en el gráfico 2, esta evolución no es exclusiva de España; el resto de grandes economías de la eurozona están también mejorando su intensi-

Gráfico 2

**Intensidad energética**

(Toneladas equivalentes de petróleo por 1.000 euros de PIB real)



Fuente: Eurostat, Afi.

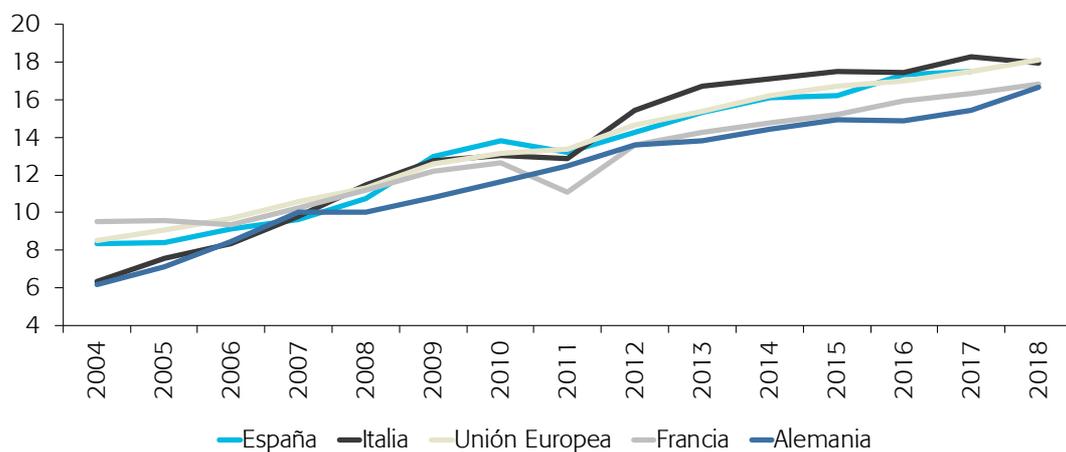
dad energética. Y según un estudio de Cemprede para Red Eléctrica de España (2019), en el caso español, el cambio en la estructura sectorial explica una parte relativamente superior de la menor intensidad energética con respecto a la eurozona (un 50% frente

a un 25%). La conclusión es que son necesarios esfuerzos adicionales en eficiencia energética. Es cierto que, en términos comparativos, la economía española no ha tenido un mal desempeño en lo relativo a la intensidad energética, puesto que el

Gráfico 3

**Penetración de las energías renovables**

(Porcentaje sobre la demanda de energía final)

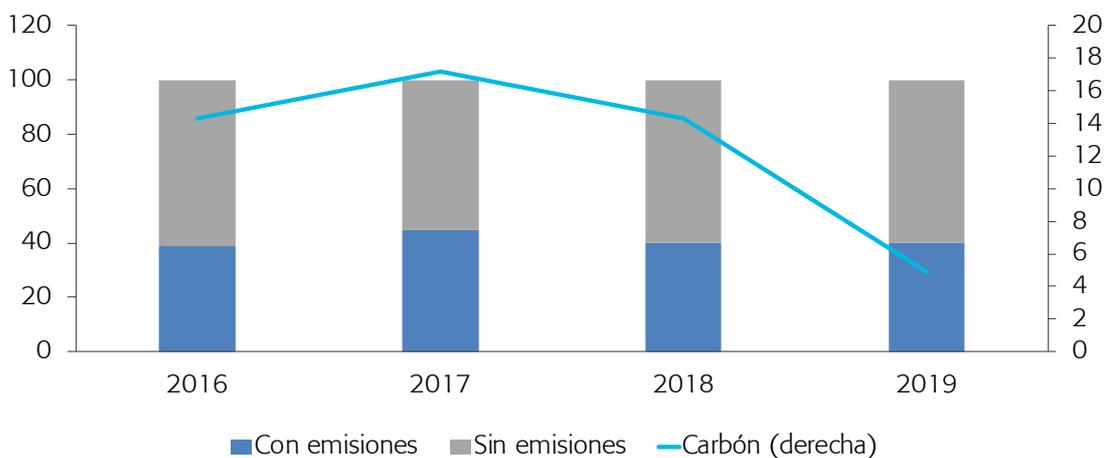


Fuentes: Eurostat, Agencia Europea de Medio Ambiente, Afi.

Gráfico 4

**Estructura de la generación eléctrica según emisiones de CO<sub>2</sub>**

(Porcentaje sobre el total)



Fuente: Red Eléctrica de España, Afi.

ritmo de descenso ha sido similar al de Francia y solo moderadamente inferior al de Alemania. A la vez que en consumo de energía se ha situado por debajo de ellas y de Italia, lo que es lógico siendo una economía de tamaño inferior.

Además de utilizar menos energía por unidad de PIB, el cumplimiento de los objetivos de reducción de emisiones (que podrían hacerse incluso más ambiciosos según el Pacto Verde Europeo de la Comisión Europea) requiere aumentar el peso de las fuentes renovables en la generación de energía. La penetración que tiene la energía renovable en el consumo total en España está en la media de la UE (17,8% frente al 18,1%); como se observa en el gráfico 3, el porcentaje español es ligeramente superior al de Francia y Alemania, aunque algo menor que el de Italia y muy lejos del registro de Suecia, que se sitúa por encima del 50%.

Según los datos más recientes de Red Eléctrica, en 2019 ha vuelto a aumentar la capacidad de generación de energías renovables para la producción eléctrica, que supone ya el 49,3% del total del parque de generación eléctrica. Al mismo tiempo, en 2019 se habría producido un descenso tanto en la

capacidad como en el uso del carbón para generar electricidad (ver gráfico 4). De esta forma, el porcentaje de la generación eléctrica libre de emisiones de gases de efecto invernadero se sitúa en el 60% del total.

## Canales de impacto del cambio climático y políticas de adaptación

El cambio climático va a producir un aumento de la temperatura media, un descenso de la precipitación y una mayor frecuencia de fenómenos meteorológicos extremos, sobre todo cálidos. Según la Agencia Estatal de Meteorología, comparando los datos desde 2000 con el período 1971-2000, se observan un aumento de la temperatura media, sobre todo en primavera y verano, una extensión de hasta 30.000 km<sup>2</sup> en la superficie de climas semiáridos, y una mayor frecuencia de olas de calor (AEMET, 2019).

El Grupo Clivar-España de expertos en ciencias del clima estima que para el período 2021-2050, las temperaturas medias en verano en España pueden experimentar aumentos de entre 1,1 y 2,8°C,

mientras que la precipitación podría descender hasta un 30%, independientemente de cuál sea el escenario de emisiones de gases de efecto invernadero. También espera que disminuyan los días de nieve y de viento y que aumente la frecuencia de los períodos de sequía. Estas predicciones coinciden con la de los informes que elabora el Joint Research Center de la Comisión Europea sobre el impacto climático en la UE, que considera el área del sur de Europa como la más expuesta.

Estas alteraciones en el clima afectarán a varios sectores económicos y sistemas de recursos naturales, entre los que destacan los siguientes:

- *El sector energético.* En términos de recursos, el cambio climático puede suponer un descenso de la generación eólica por la menor velocidad del viento, de la generación hidroeléctrica por la menor disponibilidad de agua e incluso de la generación fotovoltaica por el aumento de la temperatura (aunque la mayor irradiancia compensará una parte del efecto). Dentro de la demanda, se producirá un cambio de composición, con un aumento relativo de la destinada a refrigeración y un descenso de la destinada a calefacción.
- *Los recursos hídricos.* La menor precipitación, junto con la mayor evapotransformación y la menor escorrentía<sup>1</sup> derivarán en una reducción de los recursos hídricos que se irá agravando a lo largo del siglo. En general, el impacto será mayor en los archipiélagos y en el sur de la Península. El coste económico en términos de impacto sobre la producción agrícola y la generación de energía hidroeléctrica sería considerable y más elevado que los costes registrados en episodios anteriores de sequía severa (que se sitúan en una o dos décimas de PIB). Además, si las sequías llegaran a ser catastróficas, los costes podrían

aumentar de manera no lineal, afectando a sectores como el turismo.

- *La agricultura y la ganadería.* Los impactos son muy heterogéneos dependiendo del tipo de actividad y de su localización, pero en general, se espera un aumento de los costes de producción y una mayor volatilidad de las condiciones para la misma.
- *El turismo.* El Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente (2016b) estimaba que el sector podría ver reducida su participación en el PIB en un 0,86% en 2080, debido al deterioro de la competitividad en algunas zonas costeras (Mediterráneo y Canarias, principalmente) y al mayor atractivo del turismo en varios de los países que se encuentran entre los principales receptores para España.

En general, los estudios elaborados en el marco del *Plan Nacional de Adaptación al Cambio Climático* subrayan la incertidumbre que rodea la estimación de los impactos económicos, en parte derivada de los escenarios globales de emisiones y en parte asociada a la heterogeneidad regional y sectorial de los efectos. De lo que no hay duda es de que el cambio climático será un factor estructural y persistente que afectará a la actividad económica en España a lo largo de este siglo. Además, el impacto negativo que tenga en nuestro país será diferencialmente mayor que el de otros países de la UE.

Otra certeza es que el impacto económico neto del cambio climático dependerá, en gran medida, de la capacidad de los sectores público y privado para promover una transformación en el sistema productivo que contribuya a mitigar el alcance de las alteraciones climáticas y a la vez facilite la adaptación a ellas. El *Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2021-2030 (PNIEC)* tiene el objetivo de servir de catalizador y de horizonte para que en España se

<sup>1</sup> La escorrentía es una corriente de agua que se origina de las precipitaciones, que circula y se extiende sobre el suelo una vez que se ha superado la capacidad de evaporización y de infiltración de la misma. Es esencial para poder recoger el agua.

produzca esta transformación. Las tres palancas de cambio que contempla son:

- La eficiencia energética.
- El aumento del peso de las energías renovables en la estructura de energías primarias.
- La electrificación de la economía.

El estudio de evaluación de impacto que acompaña al plan (Basque Climate Center, 2019) incluye algunas estimaciones macroeconómicas. Se parte de un escenario tendencial en el que las emisiones de gases de efecto invernadero aumentan un 8% respecto a 1990, que se compara con el escenario objetivo, que consigue terminar la década con un descenso del 20% en las emisiones. El principal choque macroeconómico que supone el plan consiste en un impulso a la inversión, con un incremento de 195.000 millones de euros respecto al escenario tendencial, de los cuales un 80% correspondería al sector privado. No obstante, el cambio en el sector energético supone un choque positivo adicional, al sustituir combustibles fósiles importados por energías renovables. Este descenso en las

importaciones es permanente e impulsa el valor añadido generado en el país.

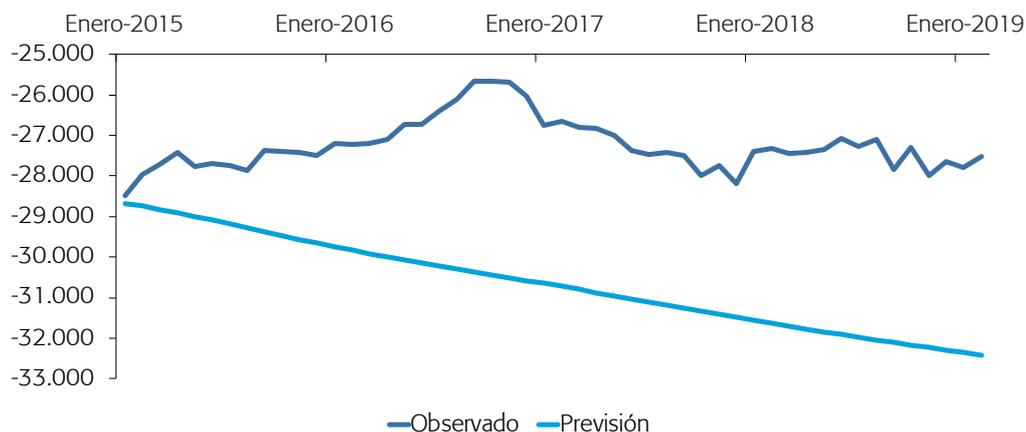
*El cambio climático será un factor estructural y persistente que afectará a la actividad económica en España a lo largo de este siglo. Además, el impacto negativo será diferencialmente mayor que en otros países de la UE. El impacto más acusado se dará en el sector energético, los recursos hídricos, la agricultura y el turismo.*

El impacto de estos dos choques en el PIB se estima en un 1,8% en 2030 y vendría acompañado de un incremento del empleo del 1,7% y una reducción de la tasa de paro de entre 1,1 y 1,6 puntos. Estos efectos compensarían algunos costes, como los derivados de las desinversiones en las centrales nucleares y de carbón a partir de 2025. A pesar de que el sector público invertiría 37.000 millones de euros adicionales hasta 2030, el efecto presupuestario sería contenido, pues se estima que se sustituirá por otros gastos (aparte de que el efecto sobre la actividad permitiría generar ingresos adicionales).

Gráfico 5

### Saldo energético

(Porcentaje del PIB, euros constantes de 2014, acumulado 12 meses)



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio, Afi.

Tanto el *PNIEC* como su evaluación de impacto tienen la virtud de señalar las áreas en las que se debe actuar para aprovechar las oportunidades de la transformación energética y poder mitigar así los efectos del cambio climático. Los progresos en reducción de la intensidad energética y en la penetración de renovables deben aumentar: el plan prevé una reducción de la intensidad energética primaria de un 37% en 2015-2030 y un aumento de la penetración de las renovables en la demanda final del 42%, frente al 17% actual. Sin embargo, el escenario tendencial puede no reflejar adecuadamente el impacto negativo de los primeros efectos del cambio climático que se harán notar ya durante la década que ahora empieza.

En el caso español, tiene particular interés el efecto de la reducción de la dependencia energética, que ha supuesto una carga considerable sobre nuestra balanza comercial. Nuestra estimación de la ganancia que han permitido los avances recientes en la reducción de la intensidad energética y el aumento de generación renovable es de 15.000 millones de euros desde 2015. En efecto, si el déficit energético en volumen se hubiese mantenido en el entorno del 3% del PIB desde 2015, el saldo en la actualidad sería superior a los 32.000 millones de euros. Aunque es un impacto moderado, es recurrente, de manera que debe tomarse en cuenta como un efecto positivo asociado a la transición energética.

## Conclusión

Los avances recientes en la transición energética y en la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero en España han estado muy condicionados por las consecuencias de la crisis y el reajuste estructural y sectorial que ha inducido en la economía. Con la aceleración del cambio en la estructura de generación eléctrica, y ahondando en los esfuerzos de eficiencia energética, estos avances podrían acelerarse en los próximos años. Lo que nos permitiría, por una parte, aprovechar la dotación relativa de recursos renovables para la producción de energía

y, por otra, mitigar el coste económico de nuestra dependencia importadora de los hidrocarburos.

No obstante, nuestra economía tiene una exposición elevada al impacto del cambio climático. La magnitud es muy difícil de determinar, y está sujeta a una elevada incertidumbre, pero es muy probable que sea un elemento persistente durante las próximas décadas que afecte a algunos pilares básicos del modelo económico. El nuevo impulso que supone el Pacto Verde Europeo a las políticas para acelerar la transformación de la economía europea y su traslación a España, a través del *Plan Integrado de Energía y Clima*, es una oportunidad para prepararnos y reducir el impacto neto futuro.

## Referencias

- AEMET (2019). *Efectos del cambio climático en España*. Disponible en [http://www.aemet.es/es/noticias/2019/03/Efectos\\_del\\_cambio\\_climatico\\_en\\_espanha](http://www.aemet.es/es/noticias/2019/03/Efectos_del_cambio_climatico_en_espanha)
- BASQUE CLIMATE CENTER (2019). *Impacto económico, de empleo, social y sobre la salud pública del Borrador del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2021-2030*.
- CEDEX/MINISTERIO DE AGRICULTURA, PESCA Y ALIMENTACIÓN (2017). *Evaluación del impacto del cambio climático en los recursos hídricos y sequíes en España*.
- CLIVAR-ESPAÑA (2019). El clima en la península ibérica. Resumen Ejecutivo basado en la publicación *CLIVAR Exchanges* número 73. Volumen especial sobre el clima en la Península Ibérica.
- MINISTERIO DE AGRICULTURA, ALIMENTACIÓN Y MEDIO AMBIENTE (2016a). *Impactos, vulnerabilidad y adaptación al cambio climático en el sector agrario*. Madrid.
- (2016b). *Impactos, vulnerabilidad y adaptación al cambio climático en el sector turístico*. Madrid.
- RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA (2019). *Demanda eléctrica y actividad económica: ¿cambio de paradigma*, febrero 2019. Disponible en [https://www.ree.es/sites/default/files/downloadable/demanda-electrica-actividad-economica\\_0.pdf](https://www.ree.es/sites/default/files/downloadable/demanda-electrica-actividad-economica_0.pdf)

# El BCE y el cambio climático

Erik Jones\*

**La nueva presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde, ha manifestado su deseo de que el banco se sume a los objetivos de lucha contra el cambio climático, lo que ha merecido los aplausos de los activistas favorables a impulsar la transición hacia una economía “verde” y ha alarmado a los monetaristas ortodoxos. Los estatutos del BCE establecen de forma meridiana la primacía del objetivo de estabilidad de precios, pero también señalan que el BCE debe apoyar las políticas económicas generales de la Unión Europea. Es esta tensión la que da lugar a la consideración de un mandato “dual” en el que se apoyan los partidarios de internalizar el cambio climático dentro de las acciones del BCE. De ahí derivan propuestas para que el BCE promueva la incorporación del riesgo climático en sus requisitos de supervisión, aliente a las agencias de calificación a hacer más explícito el papel de los riesgos relacionados con el clima y a su consideración en el marco más general de la supervisión macroprudencial. Los críticos, sin embargo, manifiestan su preocupación de que esta intromisión del BCE en la lucha contra el cambio climático podría socavar su independencia política.**

Christine Lagarde no es Mario Draghi. Así lo reconoció en su primer encuentro con la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo. En la ronda de preguntas, bromeó con los miembros de la Comisión que aún está aprendiendo alemán y que un día espera poder responder sus preguntas en ese idioma. También en tono bromista, afirmó que aún está aprendiendo a hablar como un banquero central. Ese idioma es muy preciso, e insis-

tió: “Así que concédanme algo de tiempo, sean un poco pacientes, no sobreinterpreten mis palabras, si me permiten decirlo. Tendré también mi propia manera de abordar algunos de los temas principales que tienen que ver con la política monetaria”<sup>1</sup>.

Lagarde usó estos mismos argumentos en su primera conferencia de prensa el pasado mes de diciembre. Ante los periodistas allí reunidos, señaló

\* Profesor de European Studies and International Political Economy en la School of Advanced International Studies de la Johns Hopkins University.

<sup>1</sup> Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, Diálogo Monetario con Christine Lagarde, presidenta del Banco Central Europeo (en virtud del artículo 284(3) del TFUE), Bruselas, lunes, 2 de diciembre de 2019), (Bruselas: Parlamento Europeo, 2 de diciembre de 2019) p. 2. [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191202\\_transcript~d4f3a2cd06.mu.pdf?78d045819d63b8fcc20d506ee59dfe91](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191202_transcript~d4f3a2cd06.mu.pdf?78d045819d63b8fcc20d506ee59dfe91).

que ellos eran una audiencia importante, pero que también debía hablar para un público más amplio. Explicó que es probable que esto genere confusión, en particular durante el tiempo que dure su aprendizaje de los entresijos de su nuevo cargo. Y admitió que aún no ha llegado a dominar los numerosos detalles relacionados con la política monetaria o con la infraestructura profunda que subyace a los mercados financieros europeos. Está aprendiendo, pero aún le queda trabajo por delante<sup>2</sup>.

La retórica de Lagarde revela su intención tanto de desarmar a sus críticos como de alcanzar su objetivo central: acercar el BCE a los ciudadanos de Europa, convertirlo en una institución más transparente con la que la gente se pueda identificar más y ayudarles a comprender que la política monetaria no solo es «importante», sino que además es relevante. Conforme Lagarde profundice en sus conocimientos de política monetaria, el resto de Europa lo hará con ella.

La lucha contra el cambio climático es otra herramienta que Lagarde tiene a su disposición. Durante las sesiones para su ratificación por el Parlamento Europeo en octubre del año pasado, Lagarde anunció su intención de usar todos los instrumentos que el BCE tiene a su disposición para ayudar a «afianzar la cooperación internacional» en la prevención del cambio climático<sup>3</sup>. Reiteró ese mismo compromiso durante su comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios y de nuevo en sus conferencias de prensa de diciembre y enero. Además, ha enlazado este compromiso con la revisión estratégica de la gestión de la política moneta-

ria, donde todo está sobre la mesa, incluso la propia definición del objetivo de la política del BCE.

Este compromiso ha atraído una considerable atención<sup>4</sup>. Pero también ha generado cierta incertidumbre en los mercados sobre qué puede hacer el BCE y en qué medida ese esfuerzo podría alterar (o poner en cuestión) la gestión de la política monetaria. Dicha incertidumbre afecta a tres cuestiones: el mandato del BCE; sus instrumentos y su funcionamiento como institución; y su independencia de la esfera política.

## Mandato dual del BCE

Los estatutos del BCE le imponen un mandato dual con una clara jerarquía. Como queda especificado en el artículo 2:

“El objetivo primordial del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de dicho objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales en la Unión con miras a contribuir a la consecución de los objetivos de la Unión, tal como se establecen en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea”<sup>5</sup>.

Cuando se elaboraron los estatutos del BCE, el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea (en su redacción original, artículo 2) incluía un amplio abanico de cuestiones, que iban desde la cohesión entre los Estados miembros hasta el crecimiento sostenible y el empleo. En los años que precedieron al comienzo de la unión económica y monetaria de

<sup>2</sup> La transcripción de la conferencia de prensa del 12 de diciembre del BCE está disponible aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is191212~c9e1a6ab3e.en.html>.

<sup>3</sup> Declaración de Christine Lagarde ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional, 4 de septiembre de 2019). <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/09/04/sp090419-Opening-Statement-by-Christine-Lagarde-to-ECON-Committee-of-European-Parliament>.

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, Gavyn Davies, ‘Central Banks Begin to Grapple with Climate Change,’ *Financial Times* (12 January 2020) <https://www.ft.com/content/eafee5dc-2e52-11ea-bc77-65e4aa615551>; Claire Jones, ‘Splits over Green QE are a Sign of the Times,’ *FT Alphaville* (15 de enero de 2020) <https://ftalphaville.ft.com/2020/01/14/1579014159000/Splits-over-Green-QE-are-a-sign-of-the-times/>.

<sup>5</sup> Protocolo (Nº 4) sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, *Official Journal of the European Union* C 326 (26 de octubre de 2012) p. 230. [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_32620121026en\\_protocol\\_4.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en_protocol_4.pdf).

Europa, el Consejo Europeo siguió ampliando el abanico de objetivos de política económica. Mientras, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (Ecofin) dio una estructura más precisa al elaborar las orientaciones generales de las políticas económicas como parte del marco de coordinación de la política macroeconómica.

El problema para el primer Consejo de Gobierno del BCE, que empezó a reunirse en 1998 justo antes de la introducción de la moneda única, fue elegir entre unos cada vez más amplios objetivos incluidos en el Tratado (y a los cuales se hace referencia en los Estatutos) o las más precisas orientaciones de las políticas formuladas por el Ecofin. También debía decidir cómo explicar cuáles de las orientaciones generales de las políticas económicas apoyaría el BCE, siempre que antes hubiera alcanzado su objetivo de estabilidad de precios.

Para el ministro de Finanzas alemán de la época, Oskar Lafontaine, este problema no era algo teórico. Quería que el BCE se centrara en el desempleo y en reducir los tipos de interés consecuentemente (Jones, 2000). Ello enfrentó a Lafontaine con el también a la sazón presidente del BCE, Wim Duisenberg. Este no se sentía cómodo anunciando que el BCE había alcanzado la estabilidad de precios cuando el Consejo de Gobierno aún se esforzaba en comprender los nuevos agregados utilizados para medir la inflación en la Unión Monetaria y cuando acababan de empezar a experimentar con un enfoque dual sobre la definición de lo que significaba la estabilidad de precios, utilizando tanto la inflación esperada a medio plazo como una tasa de crecimiento objetivo para la oferta monetaria (M3). Ante la insistencia de Lafontaine de que el BCE hiciera más para abordar el desempleo como parte de su mandato dual, Duisenberg adujo que la contribución del BCE a los objetivos económicos más amplios de la Unión Europea era la consecución de la estabilidad de precios:

“Un clima de estabilidad de precios es la mejor contribución que podemos ofrecer; y en

la medida en que logremos la estabilidad de precios, entonces, como dicta el Tratado, sin perjuicio de esa estabilidad de precios, la política monetaria debería contribuir, y así lo hará, a los demás cometidos económicos que se especifican en el artículo 2 [actualmente artículo 3] del Tratado de la Unión Europea”<sup>6</sup>.

Duisenberg reiteró ese argumento sobre el mandato dual del BCE durante toda su permanencia en el cargo de presidente y mucho tiempo después de que Lafontaine dimitiese como ministro de Finanzas alemán. Además, tanto Jean-Claude Trichet como Mario Draghi hicieron suya esa misma máxima. De ese modo, los sucesivos presidentes del BCE unieron las dos ramas del mandato dual del BCE tan inseparablemente que era fácil olvidar el hecho de que el BCE tuviera siquiera un mandato dual. En su lugar, la afirmación de que el mandato del BCE es asegurar la estabilidad de precios se convirtió en algo aceptado por todos.

*Para aquellos particularmente preocupados por la lucha contra el cambio climático, lo único importante es el mandato amplio. Quieren ver cuánto y con qué rapidez es capaz el BCE de poner su potencial al servicio de esta causa. Su meta es convencer a Lagarde de que pase a la acción. Para aquellos con un enfoque más restringido que prioriza la estabilidad de precios, la cuestión es cómo hacer que se respete esa prioridad.*

Esta tensión queda claramente de manifiesto cuando Lagarde habla sobre la posibilidad de que el Consejo de Gobierno apoye el «Nuevo Pacto Verde» de la Comisión Europea. Por un lado, a Lagarde no le duelen prendas al señalar que dicho apoyo es posible en la medida en que el BCE tiene un mandato dual. Pero a renglón seguido insiste en que el mandato del BCE consiste en garantizar la estabilidad de precios.

<sup>6</sup> La transcripción de la conferencia de prensa del 1 de diciembre de 1998 con Wim Duisenberg se encuentra aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1998/html/is981201.en.html>.

Para aquellos particularmente preocupados por la lucha contra el cambio climático, lo único importante es el mandato amplio. Quieren ver cuánto y con qué rapidez es capaz el BCE de poner su potencial al servicio de esta causa. Su meta es convencer a Lagarde de que pase a la acción. Para aquellos con un enfoque más restringido que prioriza la estabilidad de precios, la cuestión es cómo hacer que se respete esa prioridad.

Aun aceptando que el mandato dual permite al BCE apoyar las políticas económicas más amplias de la Unión Europea, desean una aclaración sobre cómo sabrá el Consejo de Gobierno que ha alcanzado el objetivo de la estabilidad de precios; y también desean saber cómo debería determinar el Consejo de Gobierno si los esfuerzos en apoyo de la lucha contra el cambio climático dificultan o no ese objetivo.

## Una gama de instrumentos

El debate entre los activistas del cambio climático y los monetaristas ortodoxos abarca también una dimensión técnica, en el sentido de que afecta al abanico completo de instrumentos desplegados por los bancos centrales, entre ellos el BCE, desde la supervisión financiera hasta las compras de activos en el mercado secundario o las operaciones de mercado abierto. Cada uno de estos instrumentos tiene un potente efecto en la economía financiera. Como consecuencia, están también sujetos a controversia. De ahí que las oportunidades de una implicación efectiva del banco central sean más limitadas de lo que muchos podrían anticipar (Honohan, 2019).

Por ejemplo, el BCE puede respaldar los esfuerzos de adaptación al cambio climático exigiendo a los bancos que incorporen los riesgos climáticos a sus requisitos supervisores; también puede alentar a otros participantes del mercado financiero, como las agencias de calificación crediticia, a hacer más explícito en sus análisis el papel de los riesgos relacionados con el clima; y puede añadir los riesgos climáticos a las fórmulas que utiliza en el marco más

amplio de la planificación de la estabilidad financiera o la supervisión macroprudencial. Tales actuaciones crearán incentivos para que las entidades financieras reasignen sus carteras en detrimento de activos que contribuyen al cambio climático, así como de activos expuestos a las consecuencias negativas de cualquier daño contra el medio ambiente, y a favor de activos que ayuden a mitigar el cambio climático o que respondan a cualquier adaptación o ajuste necesario. La cuestión es si los reguladores, las agencias de calificación crediticia y las entidades financieras comprenden plenamente los riesgos asociados a un proceso tan dilatado en el tiempo y tan complejo. Existen buenos motivos para creer que no es así, en cuyo caso, el primer requisito es empezar por definir qué clase de modelización o fundamento conceptual se necesita para entender cómo las diferentes empresas están expuestas a las potenciales pérdidas y qué clase de implicaciones sistémicas comportarán dichas pérdidas (Bolton *et al.*, 2020).

El BCE también puede intervenir de forma más directa en los mercados financieros. Por ejemplo, el Consejo de Gobierno puede reducir los *haircuts* o descuentos aplicados sobre los activos «verdes» utilizados como garantía en las operaciones financieras rutinarias (o reducir los requisitos para que puedan ser admitidos a esos efectos). Alternativamente, el Consejo de Gobierno puede sesgar la estructura de sus compras directas de activos desde sectores *marrones* hacia activos creados para apoyar iniciativas de finanzas *verdes*. Ahora bien, como Lagarde se ha apresurado a admitir, el reto en esta área es triple:

- Primero, la Comisión Europea tiene pendiente adoptar una taxonomía clara sobre qué activos son «verdes», cuáles son «marrones» y cuáles ocupan espacios intermedios. Además, con esta taxonomía no se trata simplemente de asignar una u otra categoría al primero que crea estos activos: incluso empresas que por otro lado serían clasificadas de «marrones» están implicadas en iniciativas “verdes” por lo que es importante *ser extremadamente granular*, por usar la expresión de Lagarde, al examinar la utilización que se hace del activo a fin

## Cuadro 1

**Exposición del BCE a activos verdes**

(En porcentaje del total de activos admisibles)

	Valor de activos admisibles	Proporción en manos del BCE
Programa de compras de deuda pública	48.000 millones de euros	24 %
Programa de compras de bonos corporativos	31.000 millones de euros	20 %

Fuente: De Santis *et al.* (2018).

de evitar crear incentivos perversos<sup>7</sup>. De ahí que confiar en el lado del papel comercial del programa de compras de activos del BCE sea cualquier cosa menos fácil.

- Segundo, el BCE tiene la responsabilidad de evitar crear distorsiones en el mercado, y la oferta actual de activos verdes diseñados a medida es demasiado pequeña como para que el BCE intervenga de una manera eficaz. La institución ya ha comprado algunos de estos activos, tanto emitidos por el sector corporativo como por el sector oficial, incluido el Banco Europeo de Inversiones; de hecho, el análisis publicado por el BCE en 2018 muestra que el porcentaje de activos verdes ya adquiridos está al mismo nivel que las tenencias de otros activos por el BCE (De Santis *et al.*, 2018). Si hiciera algo más, amenazaría con distorsionar los mercados. O peor, hay escasa evidencia de que ello generase un efecto positivo de consideración (Honohan 2019).

- Tercero, el programa de compras de activos está concebido para ser temporal, no permanente. En algún momento futuro, el BCE comenzará a disminuir su balance como parte de la normalización de su política monetaria. A su vez, esto requerirá que reduzca tanto las compras netas como, en última instancia, las

tenencias de cualquier activo verde. Por implicación, la eficacia de cualquier intervención del BCE a través de sus compras solo será temporal, y estarán asimismo sujetas a retirada. Estas actuaciones podrían ser impopulares —en

*El BCE tiene la responsabilidad de evitar crear distorsiones en el mercado, y la oferta actual de activos verdes diseñados a medida es demasiado pequeña como para que el BCE intervenga de una manera eficaz. La institución ya ha comprado algunos de estos activos. Si hiciera algo más, amenazaría con distorsionar los mercados.*

especial, entre los activistas del clima, como ha advertido el presidente del Bundesbank Jens Weidmann— pero, como ha insistido repetidamente Lagarde, la responsabilidad del BCE con la estabilidad de precios es lo primero<sup>8</sup>.

Otro instrumento que el BCE podría plantearse utilizar es su propia cartera de inversión, entendida esta no como el balance que mantiene para el conjunto del Eurosistema, sino como los activos que adquiere para financiar sus gastos operativos, pensiones, etc. Estos «Otros activos financieros», nombre que se les da en el informe anual del BCE— alcanzan un valor aproximado de 20.000 millones de euros.

<sup>7</sup> Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, p. 17.

<sup>8</sup> El discurso de Weidmann sobre cambio climático, pronunciado en Fráncfort el 29 de octubre 2019, puede consultarse aquí: <https://www.bis.org/review/r191029a.htm>. Véase también Martin Arnold y Olaf Storbeck, “Weidmann se opone a utilizar la política monetaria para luchar contra el cambio climático”, *Financial Times* (29 de octubre de 2019) <https://www.ft.com/content/60d9832c-fa3f-11e9-a354-36acbbb0d9b6>. La respuesta de Lagarde a este argumento vino en la ronda de preguntas durante su comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo. Véase, Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, pp. 13-14.

Su finalidad es maximizar la rentabilidad ponderada por riesgo para garantizar que el BCE pueda atender sus obligaciones financieras registradas en las cuentas de la entidad. Algo más del 60% de estos activos tiene un vencimiento de un año o más (BCE 2019). Y, como ha sugerido Lagarde, debería ser posible sesgar la distribución de esta cartera hacia la adquisición de activos verdes:

“Es claro que tenemos que incluir el imperativo del cambio climático en nuestras operaciones de inversión —aquellas que llevamos a cabo en la cartera por cuenta propia— y también tenemos que incluirlo en la gestión del fondo de pensiones”<sup>9</sup>.

Tal modificación de la inversión de la partida de «Otros activos financieros» no repercutiría en la gestión de política monetaria, sino que incidiría en el BCE como institución. Si bien el resultado no sería tan dramático como nuevas operaciones en balance para actividades de política monetaria, tampoco sería despreciable. Por contextualizarlo en términos de magnitud relativa, el cuadro 1 muestra las estimaciones propias del BCE sobre el *stock* total de activos verdes admisibles para su inclusión tanto en el CSPP (programa de compras de bonos corporativos) como en el PSPP (programa de compras de valores públicos), junto con el porcentaje ya en manos del BCE en su cartera de política monetaria. La escala está más cerca del tamaño de la cartera de «Otros activos financieros» de lo que cabría imaginar. Además, dicha modificación de la política de inversión enviaría una importante señal acerca de la determinación del BCE —como institución— de poner su potencial al servicio de la causa del cambio climático y ofrecería un ejemplo que otros podrían imitar.

## Independencia política

El valor simbólico de dirigir el BCE como institución encajaría bien con la agenda principal de Lagarde de acercar más la institución a la gente. De hecho,

funcionaría mucho mejor que cualquier intento de condicionar el uso de los instrumentos de política monetaria incluyendo criterios financieros verdes. Lo que es más importante: tal actuación ayudaría a

---

*El BCE puede ayudar a mejorar los modelos que se utilizan para comprender los riesgos implicados, puede estudiar los márgenes de sus actividades de política monetaria para ver dónde podría tener alguna influencia positiva, puede comprometerse como institución a dar ejemplo. Pero si fuera más allá de eso, estaría entrando en el terreno de la toma de decisiones políticas y comprometería su independencia.*

---

evitar que el BCE se implique de forma demasiado evidente en una *política distributiva*. No en vano, si el Consejo de Gobierno puede utilizar su programa de compras de activos a gran escala para promover unas finanzas verdes, también podría utilizar su balance para promover una mayor cohesión regional o solidaridad social; dos objetivos que conforman el núcleo de los objetivos económicos más amplios en el Tratado de la Unión Europea y que han ratificado una y otra vez las instituciones europeas.

El problema es que incluso un uso marginal de los instrumentos monetarios del BCE para apoyar otros objetivos económicos equivaldría a abrir una caja de Pandora de consideraciones políticas. Esta es la razón de que los sucesivos presidentes del BCE hayan optado por unir de forma tan inseparable las dos ramas del mandato del banco. Es la razón por la que Jens Weidmann expresó su preocupación de que “una política monetaria que persiga explícitamente objetivos de política medioambiental corre el riesgo de sobrecargarse”<sup>10</sup>. Y es la razón de que Lagarde se mostrase de acuerdo con Weidmann en que “podemos ser eficaces en participar en la lucha contra el cambio climático ... [pero] ello ... no significa que tengamos, como mandato número uno,

<sup>9</sup> Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, p. 14.

<sup>10</sup> Nuevamente, el discurso de Weidmann puede consultarse aquí: <https://www.bis.org/review/r191029a.htm>.

la lucha contra el cambio climático”<sup>11</sup>. El BCE puede ayudar a mejorar los modelos que se utilizan para comprender los riesgos implicados, puede estudiar los márgenes de sus actividades de política monetaria para ver dónde podría tener alguna influencia positiva, puede comprometerse como institución a marcar un ejemplo y servir como punto de referencia para la coordinación.

Pero si fuera más allá de eso, el BCE estaría entrando en el terreno de la toma de decisiones políticas y comprometería su independencia. Ello tendría como resultado rodear al BCE de más controversia en lugar de menos. También haría más difícil para los ciudadanos europeos la comprensión de por qué el Consejo de Gobierno hace lo que hace. Todas estas cosas van en contra de la agenda primaria de Lagarde, que consiste en acercar el BCE más a la gente.

Por contraste, apostar de forma más clara por compromisos simbólicos e institucionales ahonda en la dirección contraria. Como argumenta el antiguo gobernador del Banco Central de Irlanda, Patrick Honohan (2019):

“los bancos centrales que han adquirido valores privados como parte de su política monetaria están por detrás de la curva... y, en su intento de ser neutrales con el mercado, se arriesgan a ser percibidos como contrarios a un creciente consenso de que es necesaria una suma de acciones privadas y públicas para abordar el cambio climático. La oportunidad para evidenciar su adhesión a este consenso no ha sido hasta ahora aprovechada. Para proteger su percepción entre el público, deberían buscar la forma

de recuperar una posición más centrada...; esto también debería ser posible sin comprometer su independencia de los gobiernos —y sin duda podría servir en última instancia para reforzar la idea de que dicha independencia está justificada”.

Honohan sugiere que esta posición más centrada podría adoptar la forma de «cualquier nueva ronda de compras de activos» (que es el texto eliminado en la segunda elipsis). Pero, puesto que el objetivo es simbólico, un claro compromiso institucional para hacer al BCE más verde podría ser una señal más elocuente. Ciertamente, ahí es hacia donde se dirige Lagarde.

## Referencias

- BOLTON, PATRICK, *et al.* (2020). *Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change*. Basle: Bank for International Settlements.
- DE SANTIS, ROBERTO A., *et al.* (2018). ‘Purchases of Green Bonds under the Eurosystem’s Asset Purchase Programme.’ *Economic Bulletin*, No. 7. Frankfurt: European Central Bank, pp. 21-27.
- ECB (2019). *Annual Accounts of the ECB 2018*. Frankfurt: European Central Bank.
- HONOHAN, PATRICK (2019). ‘Should Monetary Policy Take Inequality and Climate Change into Account?’ *PIIE Working Paper* 19-18. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics (October).
- JONES, ERIK (2000). ‘The Politics of Europe 1999: Spring Cleaning.’ *Industrial Relations Journal* 31(4), pp. 247-261.

<sup>11</sup> Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, p. 13.



# Recomposición desde fondos a depósitos en los recursos minoristas

Ángel Berges, Federica Troiano y Fernando Rojas\*

**En coherencia con una importante recuperación de la tasa de ahorro de los hogares españoles desde mediados de 2018, los recursos de clientes minoristas gestionados por las entidades financieras han experimentado en el último año una importante aceleración en su ritmo de crecimiento, hasta registrar una cifra de aproximadamente el 4%, frente al escaso 1% que venían creciendo en los años anteriores. Pero lo más importante de ese crecimiento de los recursos es la recomposición de los mismos desde fondos de inversión hacia depósitos (a la vista), rompiendo con casi una década de ininterrumpido crecimiento de los fondos. En este artículo se analiza el comportamiento de los inversores respecto a los fondos de inversión y, especialmente, su sensibilidad a las rentabilidades obtenidas por los mismos. El cambio de actitud de los ahorradores españoles tiene mucho que ver con una mayor precaución inversora ante un entorno económico-financiero global con elevadas dosis de incertidumbre, pero también con un efecto “autoalimentación” según el cual un elevado número de partícipes muestra una importante sensibilidad a las variaciones patrimoniales de sus posiciones.**

El aumento de los recursos de clientes minoristas en 2019, hasta las cercanías del 4%, frente al escaso 1% que venían creciendo en los años anteriores, es coherente con una no menos importante recuperación de la tasa de ahorro de los hogares, que superaba el 7% (de la renta bruta disponible) a mediados del presente año, frente a menos del 5% apenas un año antes. Ese aumento de la tasa de ahorro incorporaría un claro componente de precaución, en el marco de una creciente incertidumbre económica.

Pero más relevante que ese comportamiento agregado de los recursos de clientes, es la importante recomposición que se ha producido entre los dos grandes componentes, los depósitos bancarios y los fondos de inversión, rompiendo una tendencia favorable a los fondos que se había mantenido de forma ininterrumpida desde el punto álgido de la crisis en el verano de 2012. Fue en esos momentos, en paralelo con: a) la contundente actuación del BCE (la famosa expresión “whatever it takes” lan-

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

zada por su presidente), b) el compromiso político de poner en marcha la Unión Bancaria, y c) la rápida ejecución del Programa de Asistencia Financiera en España, cuando comenzó una fase de extraordinario crecimiento de los fondos de inversión, que iba a canalizar el grueso del ahorro de los hogares en los años siguientes.

El gráfico 1 ilustra la evolución del patrimonio de los fondos de inversión en España a lo largo de una

*La importante recomposición que se ha producido entre los depósitos bancarios y los fondos de inversión rompe la tendencia favorable a los fondos que se había mantenido de forma ininterrumpida desde el punto álgido de la crisis en el verano de 2012.*

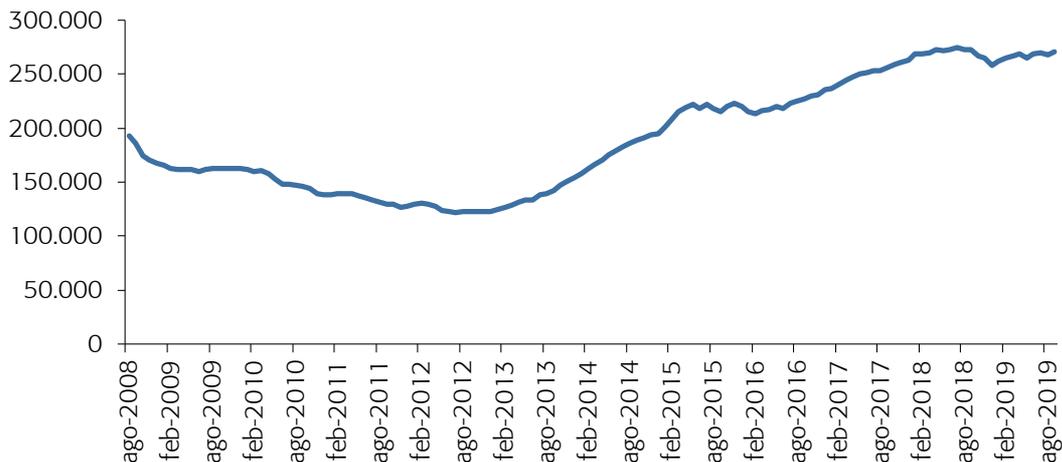
década. Puede comprobarse cómo dicho patrimonio se redujo durante los primeros años de la crisis, en un entorno de fuertes recortes en los mercados de valores. En dicho contexto, el patrimonio de los

fondos alcanza un mínimo de 122.000 millones de euros en el verano de 2012, a partir del cual se inicia una tendencia creciente hasta los 273.000 millones de euros alcanzados en el verano de 2018.

En ese aumento de patrimonio acumulado durante seis años (algo más de 150.000 millones de euros) iba a jugar tanta revalorización (unos 25.000 millones), al hilo de un buen comportamiento de los mercados, como especialmente un incesante flujo de nuevas aportaciones por parte de los partícipes. Esas suscripciones de fondos de inversión (de unos 125.000 millones de euros en seis años) canalizaron una parte muy importante del ahorro financiero de los hogares, desde luego mucho más que la que se destinaba a depósitos bancarios, que apenas creció 80.000 millones de euros en seis años.

Como ya analizamos en un artículo anterior (Berges, Rojas y Troiano, 2018), en esa dinámica de crecimiento de los fondos de inversión en detrimento de los depósitos iba a tener una gran relevancia la puesta en marcha de una política monetaria

Gráfico 1  
**Patrimonio de los fondos de inversión en España, 2008-2019**  
(Millones de euros)



Fuente: Inverco, Afi.

ultralaxa, que condujo a una intensa reducción de los tipos de interés relevantes para el negocio bancario, en un contexto de nula preocupación por la

*La tendencia sistemática de crecimiento de los fondos de inversión, se ha visto truncada en el último año. La evolución de los tipos de interés de remuneración de los depósitos no puede ser el factor explicativo, como lo fue para el trasvase de depósitos a fondos entre 2012 y 2018, ya que los tipos han continuado su tendencia bajista.*

liquidez, esencialmente por la reducción del saldo de crédito y las menores inversiones crediticias, así como por la capacidad de apelar al Banco Central Europeo (BCE) de forma casi ilimitada.

Pues bien, esa tendencia sistemática de crecimiento de los fondos de inversión, se ha visto truncada en el último año, como puede comprobarse en el mismo gráfico 1. El patrimonio de los fondos rompía con una tendencia creciente de seis años,

para registrar un retroceso de unos 4.000 millones de euros en el último año. Esa evolución negativa coincide con una importante aceleración en los depósitos bancarios, con un crecimiento de 37.000 millones de euros, si bien con clara dicotomía entre los depósitos a la vista (+69.000 millones de euros) y los depósitos a plazo (-23.000 millones de euros).

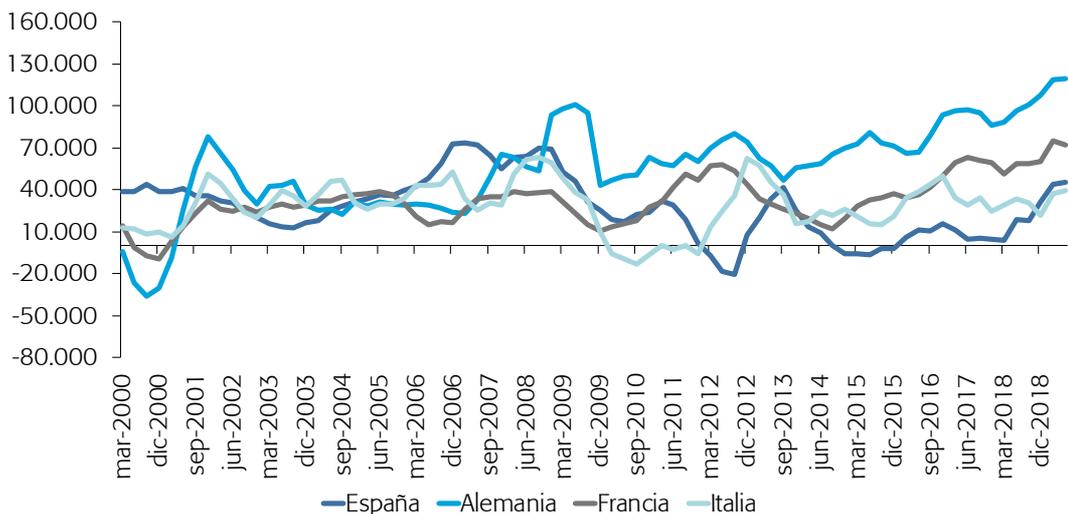
Si el trasvase de depósitos a fondos entre 2012 y 2018 tuvo como principal factor explicativo el descenso de los tipos de remuneración de los depósitos, este argumento no sería aplicable ahora en sentido contrario, pues los tipos han continuado su tendencia a la baja, abriéndose incluso la posibilidad de penalizar con tipos negativos a ciertos segmentos (depósitos de empresas, o de elevados patrimonios), como forma de contrarrestar el tipo negativo (-0,5%) que el BCE aplica a los excesos de liquidez bancarios colocados en la facilidad de depósito.

En dicho contexto, se hace necesario identificar los factores que han estado detrás de ese paradójico repliegue de los fondos de inversión como destino del ahorro de los hogares, justo cuando este se ha

Gráfico 2

**Depósitos de las familias**

(Variación interanual, millones de euros)

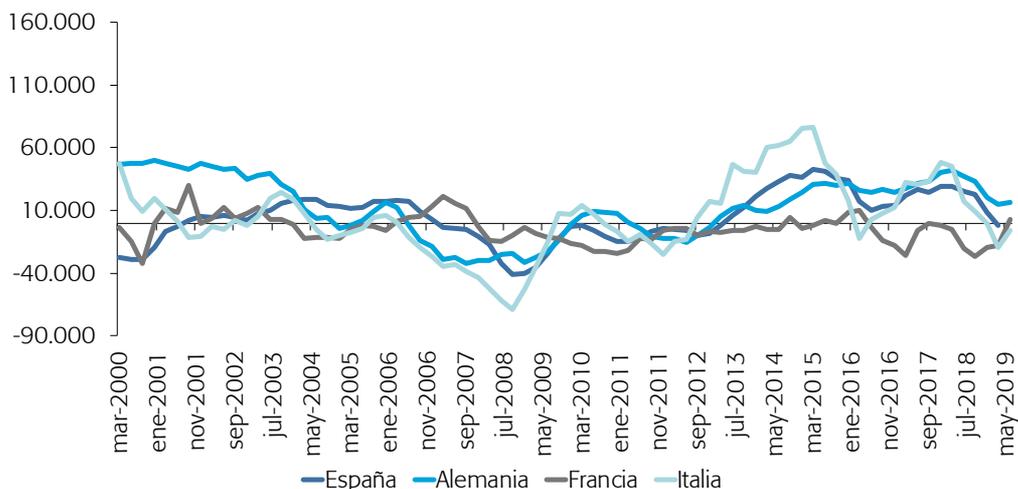


Fuente: BCE, Afi.

Gráfico 3

### Patrimonio de fondos de inversión por parte de las familias

(Variación interanual, millones de euros)



Fuente: BCE, Afi.

incrementado de forma notable, dirigiéndose íntegramente a un destino, como son los depósitos a la vista, que no ofrecen remuneración alguna e incluso se enfrentan a la posibilidad de ser penalizados con tipos de interés negativos.

Antes de analizar esos factores, cabe resaltar que esa paradoja (aceleración de los depósitos, en detrimento de los fondos, en el periodo de peor tratamiento a los depósitos) no es exclusiva de España, sino que se ha producido en los principales países europeos (Alemania, Francia, Italia), como ilustran los gráficos 2 y 3, que recogen las variaciones interanuales registradas en los depósitos y en los fondos de inversión en cada uno de esos países. En todos ellos se observa en el último año un patrón de comportamiento muy similar al de España: importante aceleración de los depósitos bancarios de las familias, al tiempo que una clara desaceleración en el patrimonio de los fondos, con saldo incluso negativo en los casos de España y Francia.

Centrándonos en el caso español, hemos tratado de descomponer esa variación negativa en el patrimonio de los fondos de inversión en sus dos componentes básicos: el flujo neto de suscripcio-

nes y reembolsos por parte de los partícipes, y el efecto valoración de las carteras. Pues bien, desde el máximo valor patrimonial alcanzado en septiembre de 2018, la pérdida de valor ha sido de 5.000 millones de euros, de los cuales 4.000 son atribuibles al efecto valoración y 1.000 millones la salida neta de fondos por parte de los partícipes.

Ese cambio de actitud de las familias españolas y europeas en cuanto al menor atractivo relativo de los fondos, en un contexto de nulo coste de oportunidad asociado a los depósitos bancarios, solamente puede ser atribuido a una mayor precaución a la hora de invertir en activos con riesgo de pérdida, como es el caso de los fondos de inversión. Esa mayor precaución inversora, o aversión al riesgo, se pone de manifiesto también al analizar los movimientos registrados en las diferentes categorías de fondos de inversión. Así, ese flujo agregado de -1.000 millones de euros en el último año encerraba dos comportamientos muy diferentes en los fondos de renta fija pura (cerca de 8.000 de suscripciones netas) y los que incorporan un mayor componente de renta variable (incluyendo renta variable pura, mixtos, globales, y de retorno absoluto), en los que los reem-

bolsos superaban a las suscripciones en algo más de 8.000 millones de euros.

Esa mayor precaución podría venir explicada por un entorno económico-financiero global con elevadas dosis de incertidumbre, pero también por un cierto efecto “autoalimentación”, según el cual un no desdeñable número de partícipes en los fondos de inversión muestra una importante sensibilidad a las variaciones patrimoniales registradas en sus posiciones. De hecho, ese flujo neto de reembolsos desde los fondos con un mayor componente de renta variable se intensificó en los meses finales de 2018, y primeros de 2019, tras un comportamiento claramente adverso de dichos mercados, con implicaciones muy negativas para la valoración patrimonial de los fondos.

Si esa relación entre el comportamiento de los fondos y la posterior evolución de las suscripciones y reembolsos tiene un componente recurrente estaríamos ante el mencionado efecto “autoalimentación”, que es el que tratan de evitar los supervisores de los mercados de valores cuando requieren enfatizar, en los folletos de los fondos, esa clásica advertencia de

“rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras”.

Para analizar la posible presencia de ese efecto en España hemos realizado un ejercicio consistente en desagregar las variaciones patrimoniales en los fondos de inversión en sus dos componentes, el asociado a la valoración de las carteras de los fondos y el flujo neto entre suscripciones y reembolsos. Esos dos componentes los hemos medido trimestre a trimestre, expresados en porcentaje sobre el valor patrimonial existente al inicio de cada trimestre.

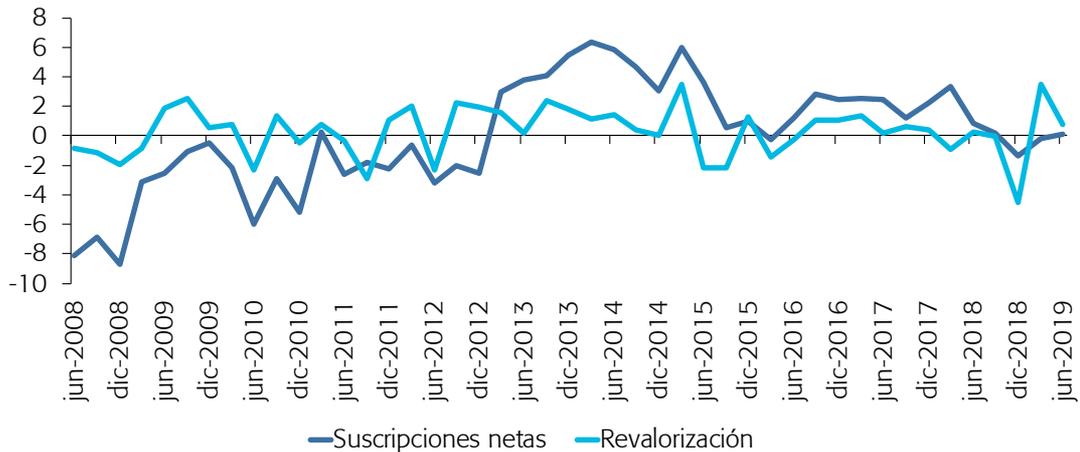
En el gráfico 4 puede comprobarse la elevada correlación entre ambos componentes, corroborando la existencia del mencionado efecto autoalimentador, o *herding behavior*, como es conocido en la literatura financiera.

De hecho, el comportamiento de las suscripciones netas (suscripciones menos reembolsos) guarda también una intensa relación con la revalorización registrada por los fondos con un trimestre de desfase, de tal manera que los partícipes acomodarían en cierta medida sus decisiones de inversión y

Gráfico 4

**Suscripciones netas y revalorización de fondos acumulados trimestrales**

(En porcentaje sobre el valor patrimonial)



Fuente: Inverco, Afi.

desinversión al comportamiento registrado por sus fondos con un cierto desfase, tal vez el que media entre la evolución de los mercados y la información recibida en sus valores patrimoniales. Si ese fuera el principal factor explicativo, podríamos anticipar una nueva reactivación en las suscripciones de fondos en la parte final de 2019, y primeros meses de 2020, una vez que el buen comportamiento de los mercados se traslade a variaciones positivas en la valoración de los fondos.

---

*El cambio de actitud de los ahorradores españoles tiene mucho que ver con una mayor precaución inversora ante un entorno económico-financiero global con elevadas dosis de incertidumbre, pero también con un efecto “autoalimentación” según el cual un elevado número de partícipes muestra una importante sensibilidad a las variaciones patrimoniales de sus posiciones.*

---

54 En todo caso, y a modo de conclusión, cabe enfatizar que el importante peso que en el ahorro de las familias han alcanzado los fondos de inversión –vaya por delante que todavía es inferior al que representan en los principales países europeos– se traduce en una mayor asunción de riesgo por parte de las mismas, lo que a su vez puede inducir a una mayor volatilidad en sus decisiones de asignación entre activos financieros. Esa mayor volatilidad, y las potenciales implicaciones para la estabilidad financiera, estarían detrás del creciente interés que organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI,

2019) o la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, 2018) han mostrado recientemente por la capacidad de los fondos, y la inversión institucional en general, para absorber *shocks* de liquidez asociados a cambios bruscos en las preferencias de los partícipes, a su vez altamente correlacionados con fuertes aumentos de volatilidad en los mercados.

Paradójicamente, esos potenciales *shocks* de liquidez pueden ser más intensos en los fondos de renta fija que en los de renta variable por dos motivos. Por un lado, la predisposición de los hogares a digerir pérdidas es mayor en sus inversiones en renta variable que en las de renta fija; y, por otro, la liquidez en los mercados de renta fija se ha reducido sensiblemente tras las masivas actuaciones de los bancos centrales (especialmente el BCE) comprando bonos, lo que reduce la capacidad de dichos mercados para absorber repentinas órdenes de ventas por parte de los fondos en un potencial evento de repunte de tipos.

## Referencias

- BERGES, A., ROJAS, F. y TROIANO, F. (2018), La estructura de recursos de clientes en el sistema bancario español, *Cuadernos de Información Económica*, 267, pp. 49-54.
- FMI (2019). *Global Financial Stability*, nov 2019, chapter 3: Institutional Investors: Faling rates, rising risks.
- IOSCO (2018). *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, Final Report.

# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

## INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

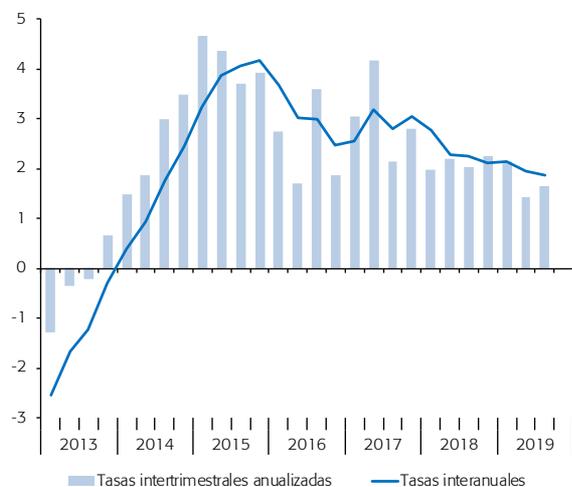
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>												
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	1,3	2,2	2,8	1,9	2,6	0,9	3,8	2,0	1,7	1,8	0,1
2020	1,5	1,5	1,4	1,9	1,0	1,2	0,7	2,7	2,5	2,6	1,5	0,0
2021	1,7	1,5	1,4	2,8	2,1	2,6	1,6	3,4	2,9	2,9	1,6	0,1
2022	1,7	1,5	1,3	3,0	2,5	2,9	2,1	3,5	3,1	3,2	1,7	0,0
2019 I	2,2	1,1	2,3	4,7	4,0	3,1	5,1	5,4	0,4	-0,1	2,0	0,2
II	2,0	0,8	2,2	0,9	2,1	3,6	0,4	-0,1	2,1	-0,2	1,2	0,8
III	1,9	1,4	2,2	2,4	0,9	2,0	-0,5	4,0	3,0	3,1	1,8	0,1
IV	1,7	1,8	2,0	3,4	0,6	2,0	-1,2	6,2	2,3	3,8	2,1	-0,4
2020 I	1,5	1,8	1,8	2,3	0,6	1,6	-0,5	3,9	2,2	3,7	1,9	-0,4
II	1,5	1,8	1,6	2,7	0,8	0,8	0,8	4,6	1,5	3,1	1,9	-0,5
III	1,5	1,3	1,2	1,3	1,5	1,2	1,8	1,2	2,6	1,9	1,2	0,3
IV	1,6	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1	0,9	1,2	3,7	1,9	1,0	0,7
2021 I	1,7	1,2	1,1	1,9	1,3	1,6	0,9	2,5	3,6	2,5	1,3	0,5
II	1,8	1,4	1,4	2,4	1,7	2,2	1,0	3,0	3,2	2,6	1,5	0,3
III	1,8	1,6	1,5	2,9	2,3	2,7	1,7	3,5	2,8	3,0	1,8	0,0
IV	1,6	1,7	1,6	3,9	3,2	3,6	2,6	4,6	2,1	3,5	2,0	-0,4
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>												
2019 I	2,1	0,8	2,5	5,5	1,4	3,7	-1,2	9,7	2,5	1,6	1,7	0,4
II	1,4	0,6	1,7	-0,6	0,0	3,8	-4,5	-1,2	6,1	4,5	0,8	0,7
III	1,6	3,4	2,2	7,1	-1,3	-0,2	-2,7	15,8	0,0	7,2	4,0	-2,3
IV	1,7	2,4	1,6	1,7	2,3	0,8	4,1	1,2	0,8	2,0	2,0	-0,4
2020 I	1,3	0,8	1,6	1,2	1,7	2,0	1,2	0,8	2,0	1,2	1,0	0,3
II	1,3	0,8	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8	1,2	3,2	2,0	0,8	0,5
III	1,8	1,0	0,8	1,4	1,2	1,2	1,2	1,6	4,5	2,4	1,0	0,8
IV	2,2	1,2	0,8	0,8	0,4	0,4	0,4	1,2	5,3	2,0	1,0	1,2
2021 I	1,6	1,7	1,8	4,5	2,8	4,1	1,2	6,1	1,6	3,6	2,2	-0,6
II	1,7	1,7	2,0	2,8	2,4	3,2	1,2	3,2	1,6	2,4	1,9	-0,2
III	1,6	1,6	1,2	3,6	3,6	3,2	4,1	3,6	2,8	4,1	1,9	-0,3
IV	1,6	1,6	1,2	4,7	4,1	4,1	4,1	5,3	2,4	4,1	2,1	-0,5
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>										
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	8,7	4,0	4,6	9,3	33,6	30,6	97,0	3,0
2016	1.114	58,2	19,1	18,0	8,6	4,4	4,2	9,4	33,9	29,9	96,0	4,0
2017	1.162	58,4	18,6	18,7	9,0	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	1.244	57,6	18,9	20,0	10,0	5,7	4,4	10,0	34,8	32,3	97,5	2,5
2020	1.279	57,5	18,9	20,2	10,1	5,8	4,3	10,1	35,1	32,7	97,5	2,5
2021	1.318	57,3	18,8	20,5	10,2	5,9	4,3	10,3	35,5	33,0	97,5	2,5
2022	1.357	57,1	18,6	20,8	10,3	6,0	4,3	10,5	35,9	33,4	97,5	2,5

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

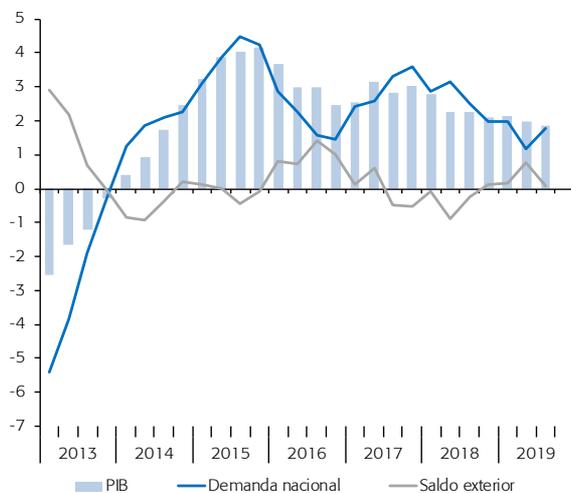
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

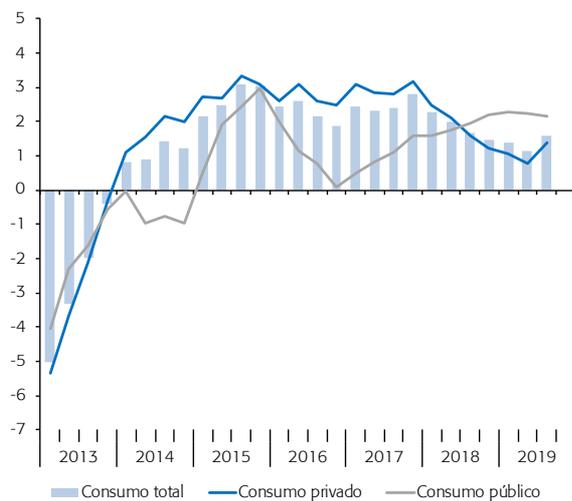
**Gráfico 1.1.- PIB**  
Tasas de crecimiento



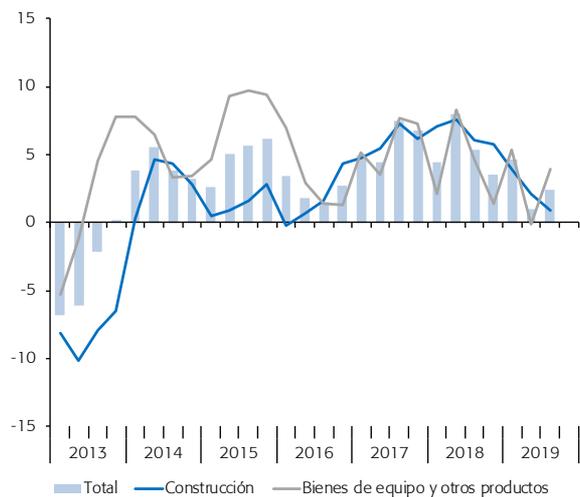
**Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB**  
Puntos porcentuales



**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\*

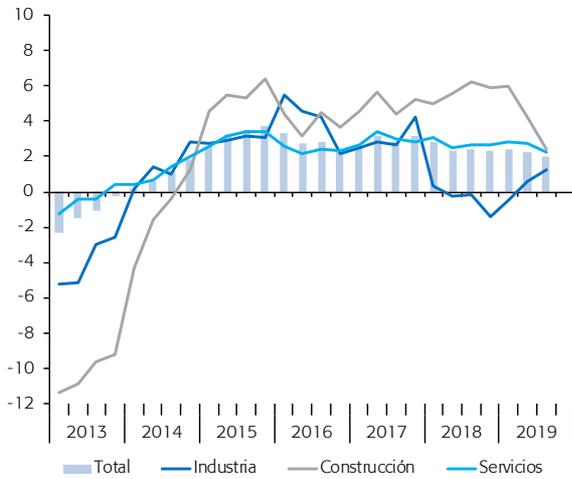
	Valor añadido bruto a precios básicos								Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios			
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios	
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>									
2013	-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	0,1	-0,5	0,0	6,0	2,9	2,1	3,1	-0,5
II	2,2	-4,5	0,6	0,0	4,2	2,7	2,2	2,8	-0,7
III	2,0	0,1	1,2	0,6	2,4	2,2	1,8	2,4	0,3
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>									
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	2,4	-15,2	2,2	0,8	4,7	3,0	2,0	3,4	-0,1
II	1,7	-10,0	2,6	0,3	1,3	2,0	1,6	2,1	-0,8
III	1,5	5,3	2,2	1,1	-1,6	1,4	1,5	1,4	3,4
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del VAB a precios corrientes</b>							
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.

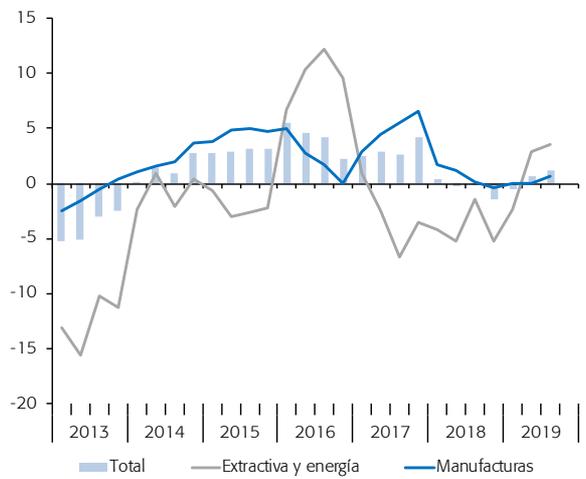
**Gráfico 2.1.- VAB por sector**

Tasas de crecimiento interanuales



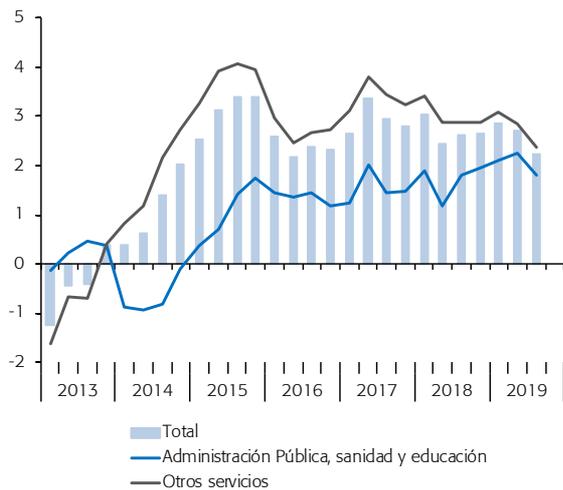
**Gráfico 2.2.- VAB, industria**

Tasas de crecimiento interanuales



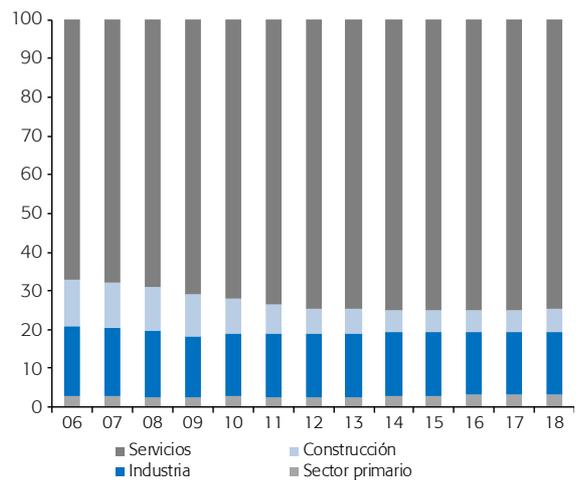
**Gráfico 2.3.- VAB, servicios**

Tasas de crecimiento interanuales



**Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial**

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

## Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

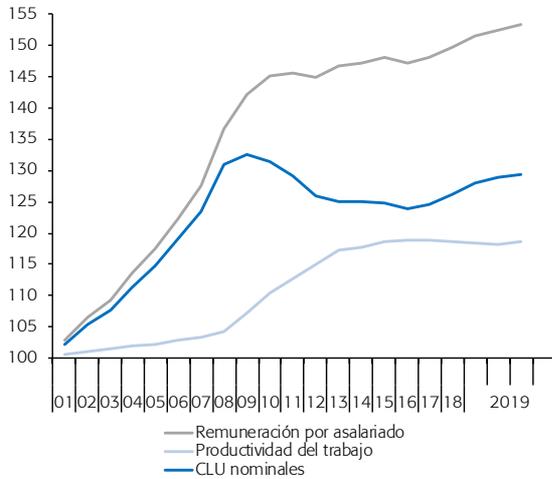
Previsiones en azul

	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
<b>Índices, 2010 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario</b>												
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	105,3	98,1	93,7	--	--	--	--	--	--
2020	112,3	104,5	107,5	106,5	99,1	93,4	--	--	--	--	--	--
2021	114,2	106,0	107,8	107,7	99,9	93,0	--	--	--	--	--	--
2022	116,2	107,5	108,1	109,1	100,9	92,8	--	--	--	--	--	--
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	104,4	97,4	93,7	108,1	91,8	117,8	107,7	91,4	90,7
II	110,3	103,0	107,2	105,0	98,0	93,5	108,2	92,4	117,1	108,1	92,2	90,9
III	110,8	103,1	107,5	105,7	98,3	93,7	108,5	93,5	116,1	107,9	93,0	91,7
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>												
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	2,1	2,4	0,8	--	--	--	--	--	--
2020	1,5	1,4	0,2	1,1	0,9	-0,3	--	--	--	--	--	--
2021	1,7	1,5	0,3	1,1	0,8	-0,4	--	--	--	--	--	--
2022	1,7	1,4	0,3	1,3	1,0	-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	1,8	2,4	1,1	0,0	1,0	-1,0	1,2	2,2	0,9
II	2,0	2,5	-0,5	2,2	2,7	1,1	0,0	1,4	-1,4	1,3	2,7	1,6
III	1,9	1,8	0,0	2,2	2,1	0,5	0,6	2,7	-2,0	0,8	2,9	1,8

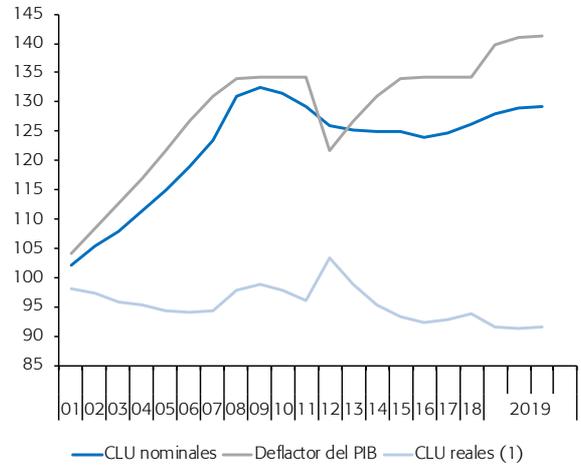
(a) CLU nominales deflactados con el deflactor del PIB/VAB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

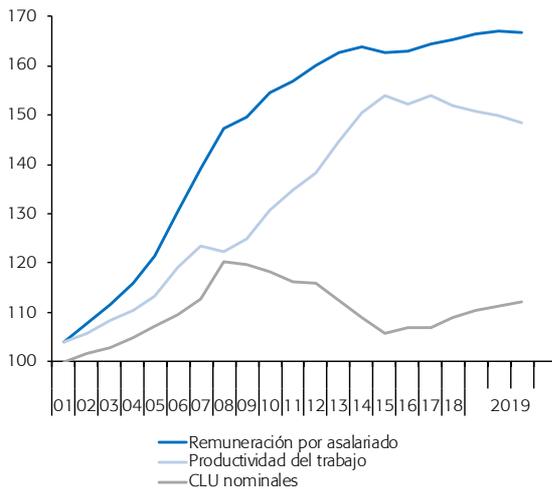


**Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía**  
Índices, 2000=100

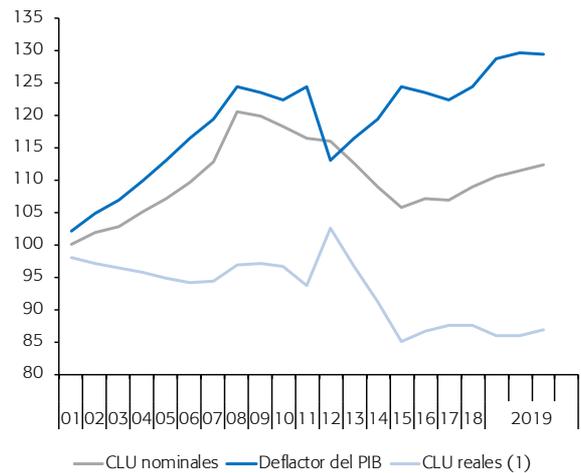


(1) CLU nominales deflactados por el deflactor del PIB.

**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 VAB industrial.

Cuadro 4

**Contabilidad Nacional: renta nacional y su distribución**

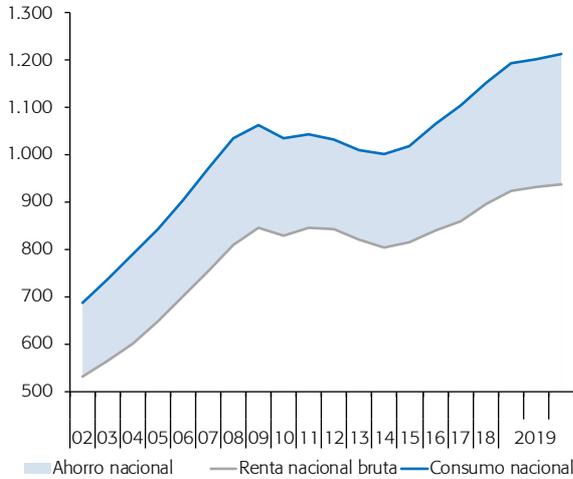
Previsiones en azul

	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					
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	1.244,4	569,7	542,3	1.233,0	952,3	280,7	261,1	45,8	43,6	22,6	21,0	1,6	2,0
2020	1.279,0	585,5	556,7	1.266,7	976,9	289,8	270,8	45,8	43,5	22,7	21,2	1,5	1,8
2021	1.317,6	602,3	574,6	1.304,0	1.002,3	301,8	282,4	45,7	43,6	22,9	21,4	1,5	1,8
2022	1.356,7	620,4	591,5	1.343,3	1.028,2	315,1	294,7	45,7	43,6	23,2	21,7	1,5	1,7
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	551,2	534,1	1.202,8	931,3	271,5	251,5	45,5	44,1	22,4	20,7	1,7	2,1
II	1.223,2	557,9	537,9	1.213,5	938,2	275,3	254,5	45,6	44,0	22,5	20,8	1,7	2,2
III	1.233,9	564,0	541,6	1.223,4	944,4	279,0	258,4	45,7	43,9	22,6	20,9	1,7	2,1
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
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	3,5	4,6	2,0	3,4	3,0	4,7	6,6	0,5	-0,6	0,3	0,6	-0,3	-0,4
2020	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	3,2	3,7	0,0	-0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,2
2021	3,0	2,9	3,2	2,9	2,6	4,1	4,3	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0
2022	3,0	3,0	3,0	3,0	2,6	4,4	4,4	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	-0,1
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	3,2	4,6	9,9	0,4	-0,6	0,3	1,2	-1,0	-0,8
II	3,4	4,6	2,1	3,5	3,2	4,4	8,3	0,5	-0,6	0,2	0,9	-0,7	-0,6
III	3,5	4,7	2,4	3,5	3,0	5,5	8,1	0,5	-0,5	0,4	0,9	-0,5	-0,3

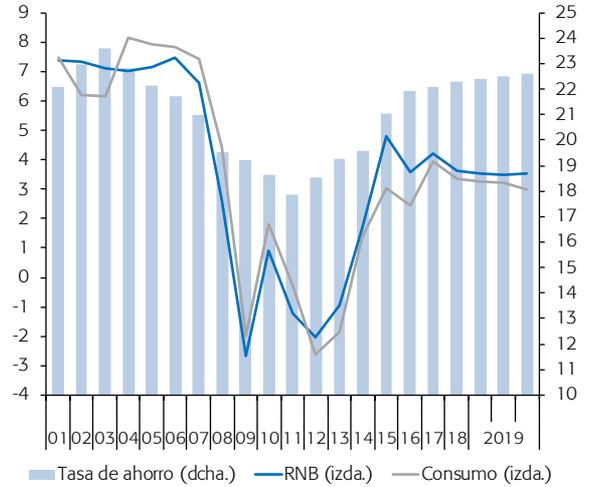
(a) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

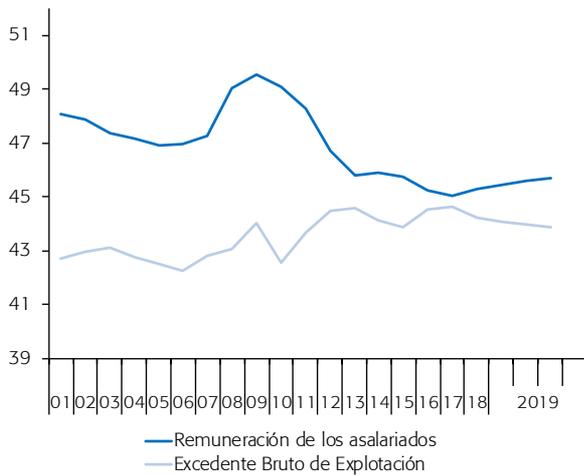
**Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro**  
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



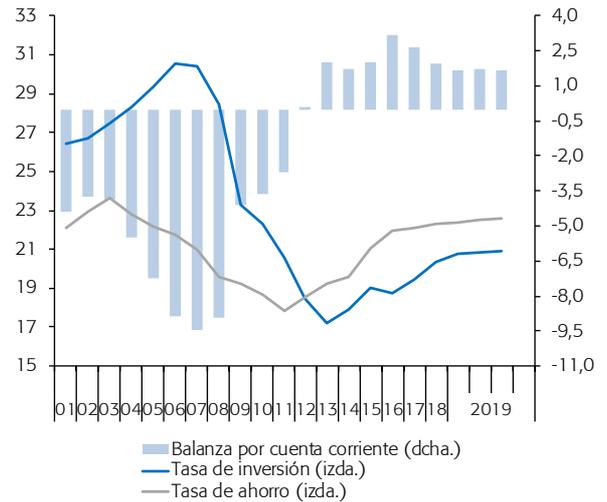
**Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro**  
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



**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

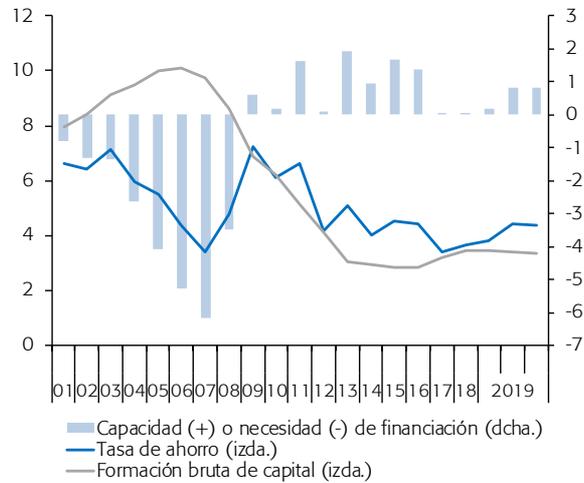
Previsiones en azul

	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				
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	772,0	716,8	52,4	44,7	6,8	3,6	0,5	271,9	200,9	185,4	16,1	14,9	1,5
2020	791,8	735,2	53,7	46,9	6,8	3,7	0,4	278,6	206,9	192,4	16,2	15,0	1,4
2021	812,0	754,9	54,3	49,5	6,7	3,8	0,2	289,7	214,7	200,0	16,3	15,2	1,3
2022	834,2	775,2	56,2	51,9	6,7	3,8	0,2	299,8	222,2	208,8	16,4	15,4	1,1
2017 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	754,6	705,4	46,4	42,0	6,2	3,5	0,2	271,2	199,6	179,6	16,5	14,8	1,9
II	765,5	709,1	53,9	41,6	7,0	3,4	0,8	272,6	198,2	184,2	16,2	15,0	1,4
III	770,7	713,4	54,2	41,4	7,0	3,4	0,8	273,1	198,9	187,2	16,1	15,2	1,3
	Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior			Tasas de crecimiento interanuales			Diferencia sobre año anterior		
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	3,2	2,3	18,5	8,0	0,9	0,1	0,4	0,7	1,1	5,9	-0,4	0,3	-0,7
2020	2,6	2,6	2,4	4,8	0,0	0,1	-0,1	2,5	3,0	3,7	0,0	0,1	-0,1
2021	2,6	2,7	1,1	5,6	-0,1	0,1	-0,2	4,0	3,8	4,0	0,1	0,1	0,0
2022	2,7	2,7	3,5	4,9	0,0	0,1	0,0	3,5	3,5	4,4	0,1	0,2	-0,2
2017 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	3,8	3,1	16,6	13,4	0,7	0,3	0,1	1,0	-2,1	9,8	-0,9	0,8	-1,7
II	4,3	2,8	29,5	8,5	1,4	0,2	0,8	1,2	-3,1	10,5	-1,1	0,9	-2,0
III	4,2	2,6	30,6	5,4	1,4	0,1	0,9	1,1	-1,6	8,8	-0,9	0,7	-1,5

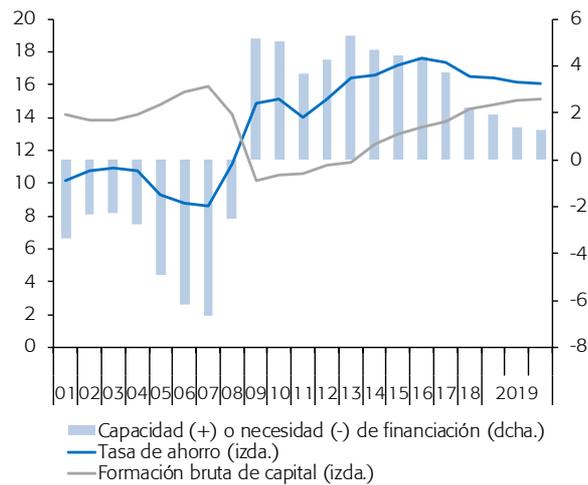
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

**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

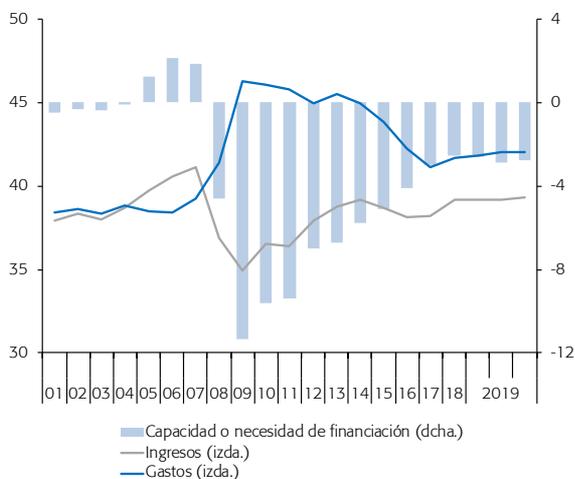
## Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas

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
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>														
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	164,3	146,0	131,4	161,8	134,3	20,2	197,8	21,0	230,1	235,5	-5,5	25,9	-31,4	-31,4
2020	168,3	150,6	135,5	166,7	137,8	19,6	204,9	21,2	237,6	241,7	-4,1	27,2	-31,3	-31,3
2021	172,8	154,9	140,4	171,4	141,1	19,4	212,2	21,7	245,0	247,4	-2,4	27,9	-30,3	-30,3
2022	176,9	159,3	145,2	176,4	144,3	19,9	219,7	21,8	252,1	253,0	-0,9	28,9	-29,8	-29,8
2017 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	158,3	141,8	127,0	152,4	129,2	20,6	187,9	22,1	219,7	226,3	-6,5	24,9	-31,4	-31,6
II	160,7	141,8	129,0	155,3	131,5	21,0	192,2	22,7	219,2	229,3	-10,0	25,0	-35,1	-35,0
III	161,7	142,5	130,8	157,6	132,5	20,4	193,9	23,5	222,2	230,7	-8,4	25,9	-34,3	-34,2
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>														
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	13,2	11,7	10,6	13,0	10,8	1,6	15,9	1,7	18,5	18,9	-0,4	2,1	-2,5	-2,5
2020	13,2	11,8	10,6	13,0	10,8	1,5	16,0	1,7	18,6	18,9	-0,3	2,1	-2,4	-2,4
2021	13,1	11,8	10,7	13,0	10,7	1,5	16,1	1,6	18,6	18,8	-0,2	2,1	-2,3	-2,3
2022	13,0	11,7	10,7	13,0	10,6	1,5	16,2	1,6	18,6	18,6	-0,1	2,1	-2,2	-2,2
2017 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	13,0	11,7	10,5	12,6	10,7	1,7	15,5	1,8	18,1	18,6	-0,5	2,1	-2,6	-2,6
II	13,1	11,6	10,5	12,7	10,7	1,7	15,7	1,9	17,9	18,7	-0,8	2,0	-2,9	-2,9
III	13,1	11,5	10,6	12,8	10,7	1,7	15,7	1,9	18,0	18,7	-0,7	2,1	-2,8	-2,8

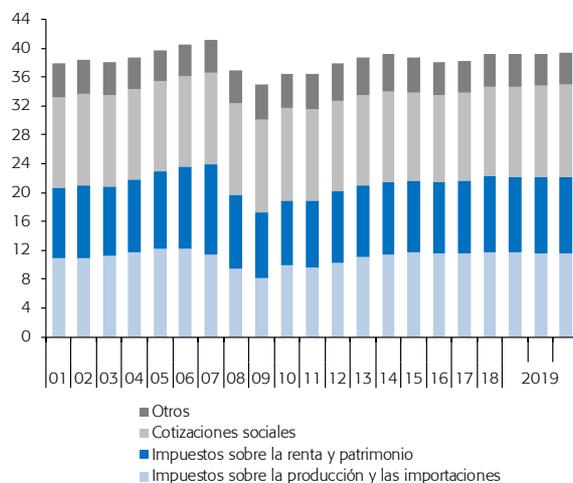
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

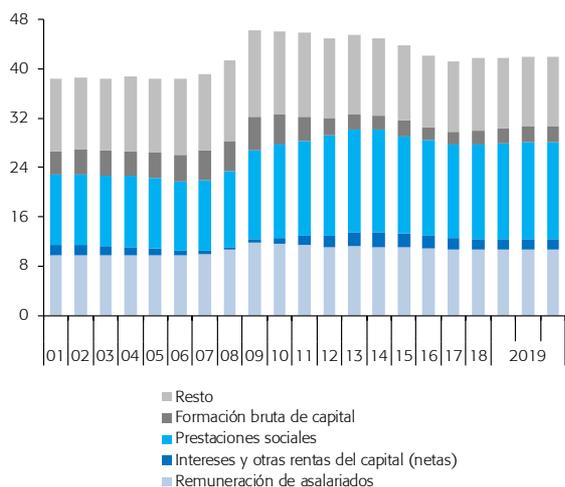


(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

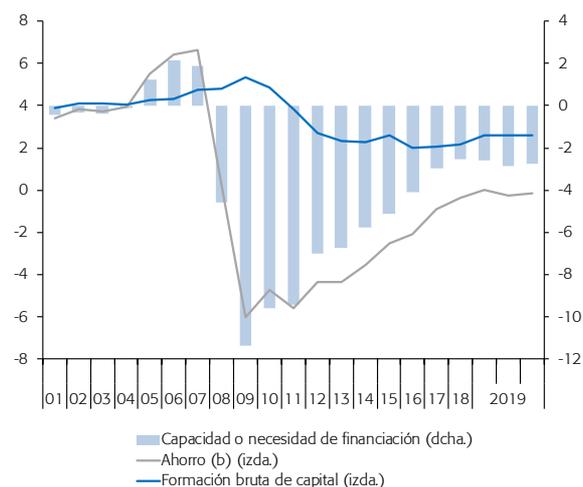
**Gráfico 6.2.- Sector público: principales ingresos**  
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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



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



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

(b) Incluyendo transferencias netas de capital.

## Cuadro 7

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

Previsiones en azul

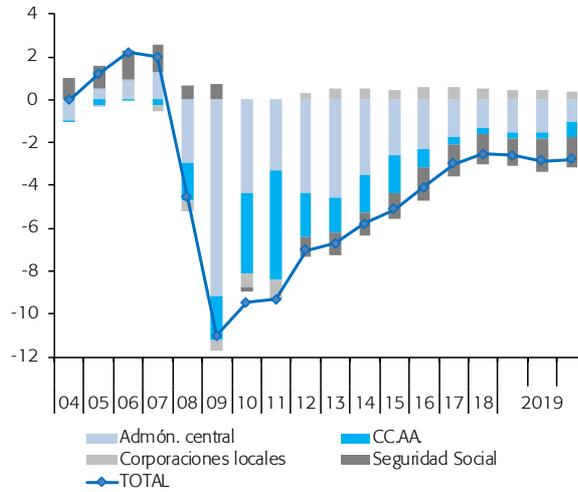
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>				
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	--	--	--	--	-31,4	--	--	--	--	1.206,2
2020	--	--	--	--	-31,3	--	--	--	--	1.236,5
2021	--	--	--	--	-30,3	--	--	--	--	1.265,8
2017 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	293,4	29,4	34,9	1.166,0
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	-18,5	-3,4	5,6	-15,3	-31,6	1.069,8	296,9	26,0	43,1	1.200,5
II	-18,4	-4,1	5,8	-18,3	-35,0	1.075,9	300,6	26,2	48,7	1.211,4
III	-12,5	-8,6	5,0	-18,1	-34,2	1.074,2	298,1	25,2	52,4	1.207,8
	<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>Porcentaje del PIB</b>				
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	--	--	--	--	-2,5	--	--	--	--	96,9
2020	--	--	--	--	-2,4	--	--	--	--	96,7
2021	--	--	--	--	-2,3	--	--	--	--	96,1
2017 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	-2,9	87,9	24,6	2,1	4,0	98,9
III	-1,0	-0,7	0,4	-1,5	-2,8	87,1	24,2	2,0	4,3	97,9

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

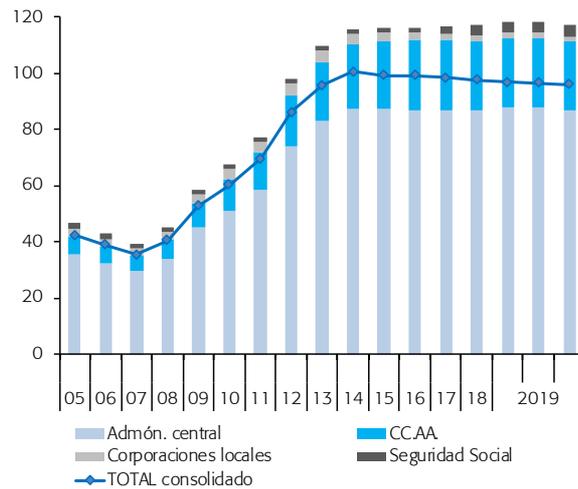
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

**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

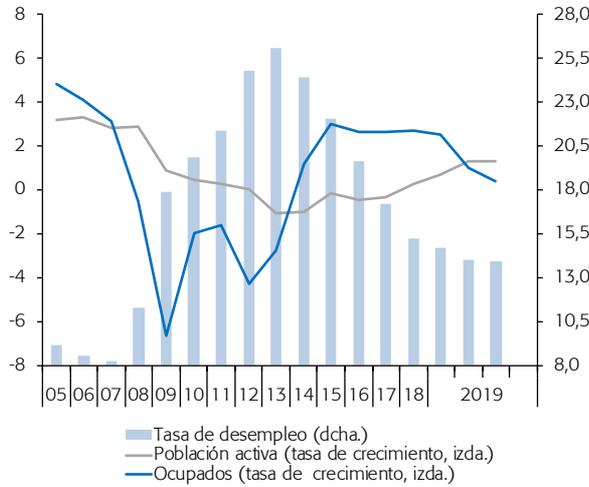
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones								Porcentaje						
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	--	3,3	--	58,6	50,3	14,2	--	--	--	
2020	39,6	23,1	--	20,0	--	3,1	--	58,5	50,6	13,5	--	--	--	
2021	39,8	23,2	--	20,3	--	2,8	--	58,2	51,0	12,3	--	--	--	
2022	40,1	23,2	--	20,6	--	2,6	--	57,9	51,4	11,1	--	--	--	
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						
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	0,9	--	2,1	--	-5,9	--	0,0	0,6	-1,0	--	--	--
2020		0,8	0,5	--	1,4	--	-4,7	--	-0,1	0,3	-0,7	--	--	--
2021		0,6	0,1	--	1,5	--	-8,8	--	-0,3	0,4	-1,2	--	--	--
2022		0,6	0,1	--	1,4	--	-9,5	--	-0,3	0,4	-1,2	--	--	--
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.

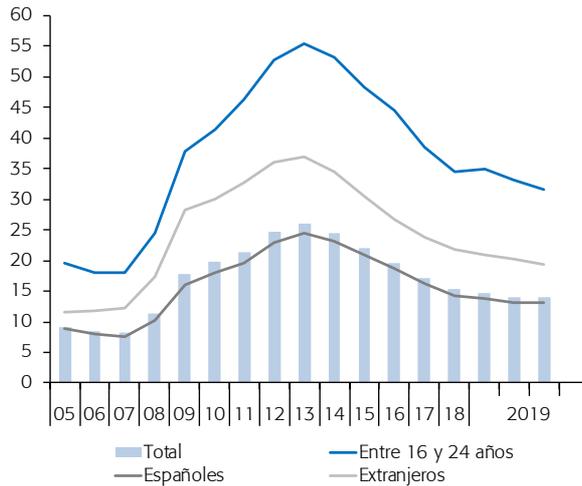
**Gráfico 8.1.- Población activa, empleo y desempleo, CVE**

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**

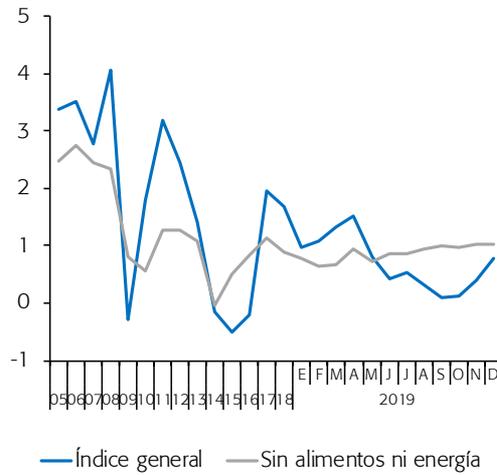
Previsiones en azul

	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	
<b>Índices, 2016 = 100</b>										
2013	100,9	98,7	98,5	99,6	98,1	97,9	97,3	121,3	97,7	
2014	100,7	98,7	98,6	99,2	98,3	98,2	96,0	120,3	97,6	
2015	100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,7	109,4	98,7	
2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2017	102,0	101,1	101,1	100,2	101,6	100,7	102,6	108,0	101,3	
2018	103,7	102,1	102,0	100,2	103,1	101,7	105,8	114,7	103,1	
2019	104,4	103,0	102,9	100,4	104,6	102,2	107,8	113,2	104,0	
2020	105,3	104,1	103,9	100,7	106,1	102,9	109,7	112,7	105,1	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
2013	1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3,2	
2014	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-0,1	
2015	-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,2	
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,3	
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8	
2019	0,7	1,0	0,9	0,3	1,4	0,5	1,9	-1,2	0,9	
2020	0,9	1,0	1,0	0,3	1,5	0,7	1,7	-0,5	1,0	
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	1,0	0,4	1,5	0,9	2,7	-5,2	1,5
	Dic	0,8	1,1	1,0	0,2	1,6	0,8	2,9	-2,1	1,5
2020	Ene	0,9	1,1	1,0	0,2	1,6	0,9	3,3	-1,2	1,7
	Feb	0,7	1,1	1,0	0,2	1,6	0,8	2,5	-3,1	1,4
	Mar	0,6	1,1	1,0	0,2	1,6	0,8	2,5	-3,6	1,3
	Abr	0,5	1,1	1,0	0,3	1,6	0,7	2,0	-4,4	1,2
	May	0,4	1,1	1,0	0,3	1,6	0,7	1,5	-4,0	1,0
	Jun	0,8	1,0	1,0	0,3	1,5	0,6	0,7	-0,5	0,7
	Jul	0,8	1,0	0,9	0,3	1,5	0,6	0,8	-0,5	0,7
	Ago	0,9	1,0	0,9	0,2	1,4	0,5	0,9	1,1	0,6
	Sep	1,1	1,0	0,9	0,3	1,4	0,7	1,7	2,1	1,0
	Oct	1,1	1,0	0,9	0,2	1,4	0,6	1,7	2,0	1,0
	Nov	1,2	0,9	0,9	0,3	1,3	0,7	1,4	2,8	0,9
	Dic	1,3	1,0	0,9	0,4	1,3	0,8	1,7	3,9	1,1

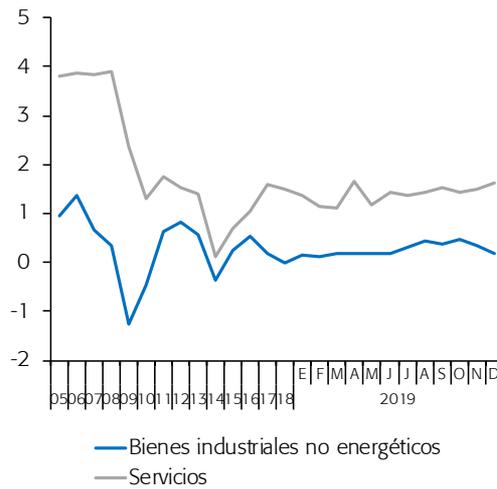
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



## Cuadro 10

## Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2010=100	2015=100		2007=100			2000=100				
2012	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)	104,6	103,8	103,2	83,1	79,6	58,2	146,4	143,4	155,4	159,9	--
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	104,9	104,3	103,4	83,0	79,6	59,0	150,6	149,2	155,0	160,4	--
III	105,0	103,3	103,2	84,3	79,7	58,2	144,3	140,6	155,9	167,0	--
IV (b)	--	103,0	103,0	--	--	--	--	--	--	--	--
2019 Sep	--	102,8	103,1	--	--	--	--	--	--	--	--
Oct	--	103,3	103,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Nov	--	102,7	103,0	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Tasas de crecimiento interanuales (c)</b>											
2012	-0,1	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,0
2013	0,4	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,5
2014	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,2	0,5
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,1	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	1,5	1,8
2019 (d)	1,5	-0,3	0,1	5,6	3,5	1,0	2,2	1,9	3,2	2,6	2,3
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	2,8	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	1,3	1,9	0,2	6,8	1,5	-2,1	2,1	1,7	3,0	2,4	2,2
II	1,6	0,9	0,3	5,3	1,2	0,9	2,4	2,1	3,6	3,1	2,2
III	1,6	-2,2	0,1	4,7	1,6	4,5	2,2	1,9	3,0	2,3	2,3
IV (e)	--	-2,1	0,0	--	--	--	--	--	--	--	2,3
2019 Sep	--	-3,3	0,0	--	--	--	--	--	--	--	2,3
Oct	--	-2,8	-0,2	--	--	--	--	--	--	--	2,3
Nov	--	-2,3	-0,1	--	--	--	--	--	--	--	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)

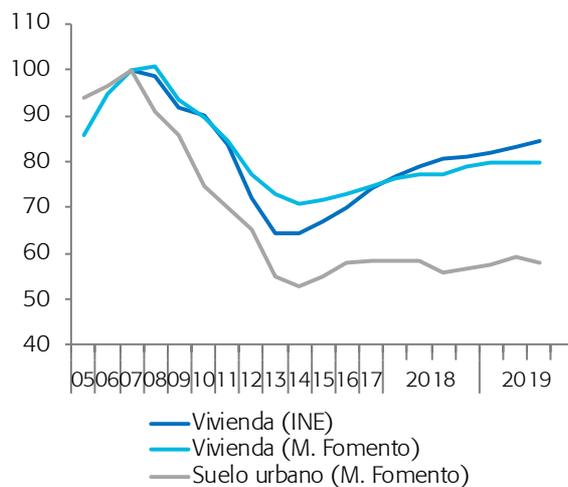


Gráfico 10.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

**Desequilibrios: comparación internacional**

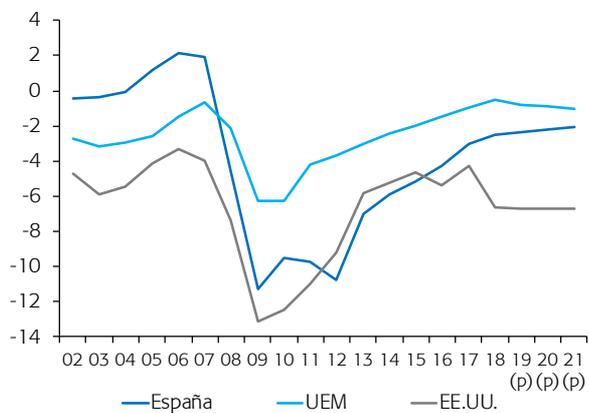
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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.
<b>Miles de millones de moneda nacional</b>									
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	-
<b>Porcentaje del PIB</b>									
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.**

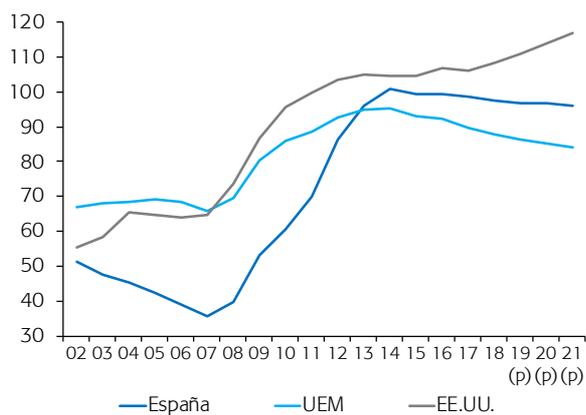
Porcentaje del PIB



(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	Altas exteriores de nacidos en la UE-28 (%)
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)			
2006	44.708.964	40,6	16,7	77,7	84,2	47,5	24,6	10,8	840.844	37,6	
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	726.009	28,4	
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	464.443	35,6	
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	370.515	36,4	
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	399.947	38,0	
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	455.679	36,4	
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,3	85,8	52,9	28,4	13,2	534.574	33,4	
2017	46.572.132	42,9	18,8	80,4	85,7	53,2	28,8	13,3	637.375	30,1	
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	2,11	35,3	33,2	2,67
2018	7,1	6,6	2,04	35,6	33,4	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	1,20	1,65	47,3	11,1	65,3
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

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

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

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 1.000 habitantes.

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

■ Los datos se refieren al período enero-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 período 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	1000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019	799.886■	6.038.326	1,138	957,500	975	2.361.620	712

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	909.966■	259.281♦	193.488♦	15.156♦

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-noviembre.

♦ 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

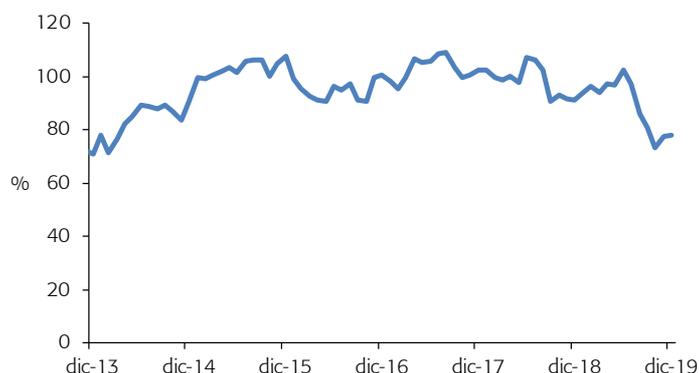
	Satisfacción*		Tiempo en lista de espera (días)	
	Con el funcionamiento del sistema sanitario público	Con el conocimiento del historial y el seguimiento de sus problemas de salud por el médico de familia y el pediatra	Para intervenciones quirúrgicas no urgentes	Para primera consulta de especialista
2006	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 (diciembre 2013-diciembre 2019)



*Nota:* El ICC se construye combinando dos indicadores parciales: el indicador de la situación actual (a partir de la valoración de la situación económica actual respecto a la de seis meses antes) y el indicador de expectativas (a partir de la situación económica esperada dentro de seis meses). La encuesta del ICC es mensual y telefónica. Desde septiembre de 2014, la muestra se compone de 1.510 entrevistas a individuos mayores de 16 años representativos de la sociedad española, 1.200 en hogares con teléfono fijo, y 310 en hogares sin teléfono fijo (accesibles, por tanto, solo a través de teléfono móvil).

*Fuente:* Estudios ICC (Índice de Confianza del Consumidor), Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

## 2. FLASH SOCIAL. La caída del asociacionismo durante la última década

Entre los indicadores que se utilizan habitualmente para medir la fortaleza de la sociedad civil destaca la afiliación de la población a asociaciones. La evolución de este indicador desde 2009 evidencia una caída del asociacionismo en España. En efecto, según las encuestas del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), en 2009 el 41% de los españoles afirmaban pertenecer “a alguna asociación, ya sea deportiva, sindical, política, laboral, de vecinos, AMPA o de cualquier otro tipo”; a finales de 2019 el porcentaje había descendido hasta el 30% (gráfico 2).

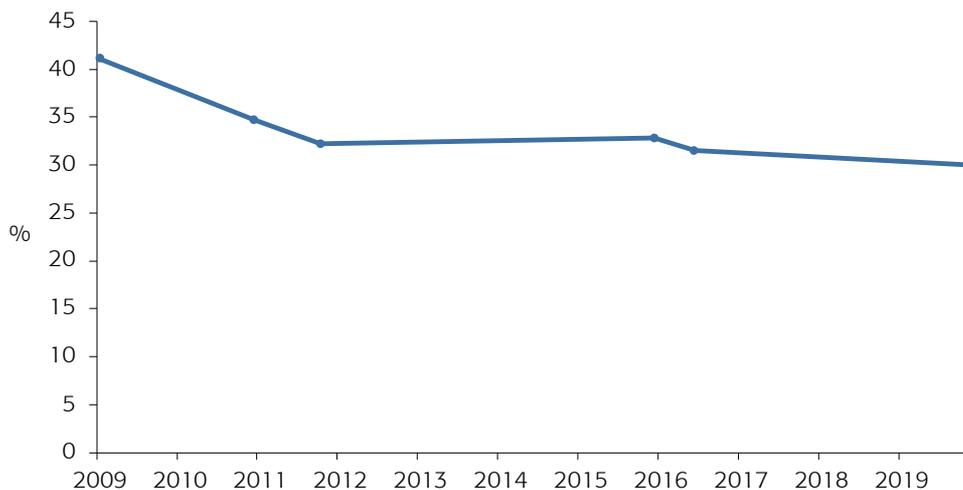
Los datos más recientes (diciembre de 2019) revelan que los hombres se asocian ligeramente más que las mujeres (32% y 29%, respectivamente), y que el asociacionismo se halla más extendido en las edades centrales, alcanzando el 37% en el grupo de 35 a 54 años (gráfico 3). Por otra parte, las asociaciones deportivas y solidarias son las que más afiliados atraen, seguidas de las asociaciones de vecinos, las culturales y los sindicatos (gráfico 4).

Las diferencias en la afiliación de hombres y mujeres son ostensibles: ellas predominan sobre todo en las asociaciones solidarias, las asociaciones de madres y padres, las asociaciones religiosas o parroquiales y las feministas; en cambio, ellos son claramente mayoritarios en las asociaciones deportivas y en las de representación política, sindical y empresarial (gráfico 5).

Las diferencias de edad también saltan a la vista al analizar la afiliación a distintos tipos de asociaciones. Así, mientras en las deportivas la afiliación tiende a disminuir a medida que aumenta la edad, en el caso de las organizaciones solidarias la tendencia es la contraria: el porcentaje de afiliados de 65 o más años en este tipo de asociaciones se acerca al 40% (gráfico 6). Si esta preferencia de los mayores por afiliarse a asociaciones solidarias responde efectivamente a un efecto de la edad (y no de la pertenencia a una determinada cohorte de nacimiento), cabe esperar que el aumento de la población mayor en la población española conduzca a un incremento de la afiliación a este tipo de organizaciones con fines sociales.

Gráfico 2

## Pertenencia a alguna asociación (2009-2019)

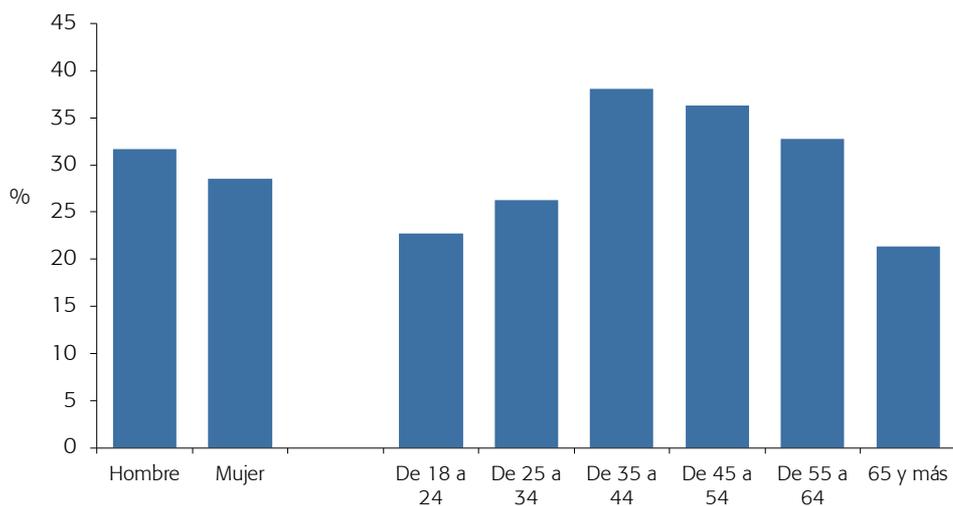


Pregunta: "¿Pertenece a alguna asociación, ya sea deportiva, sindical, política, laboral, de vecinos, AMPA o de cualquier otro tipo?"

Fuente: Barómetros 2790, 2860, 2920, 3126, 3145 y 3269 del Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

Gráfico 3

## Pertenencia a alguna asociación, por sexo y edad (diciembre de 2019)

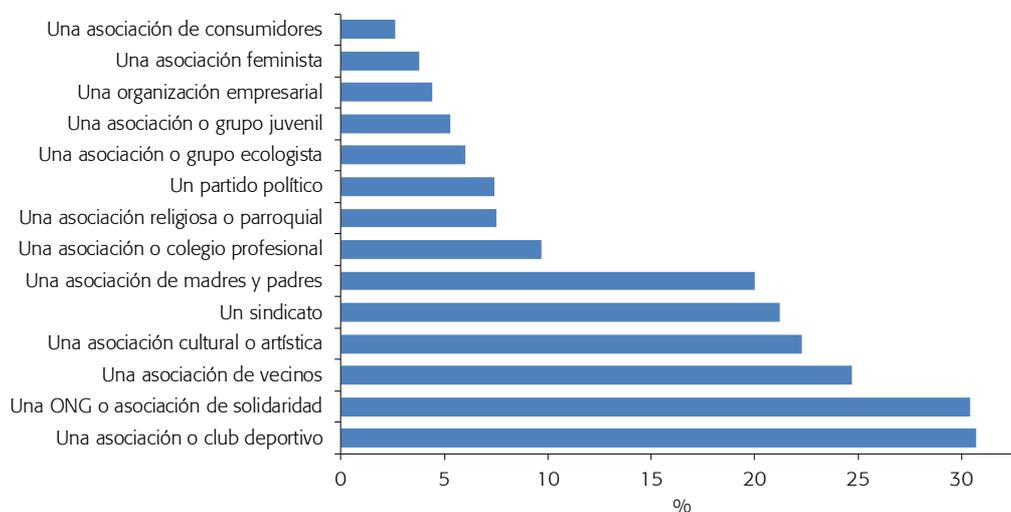


Pregunta: "¿Pertenece a alguna asociación, ya sea deportiva, sindical, política, laboral, de vecinos, AMPA o de cualquier otro tipo?"

Fuente: Barómetro 3269 del Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

Gráfico 4

### Tipo de asociación a la que se está afiliado (diciembre de 2019)



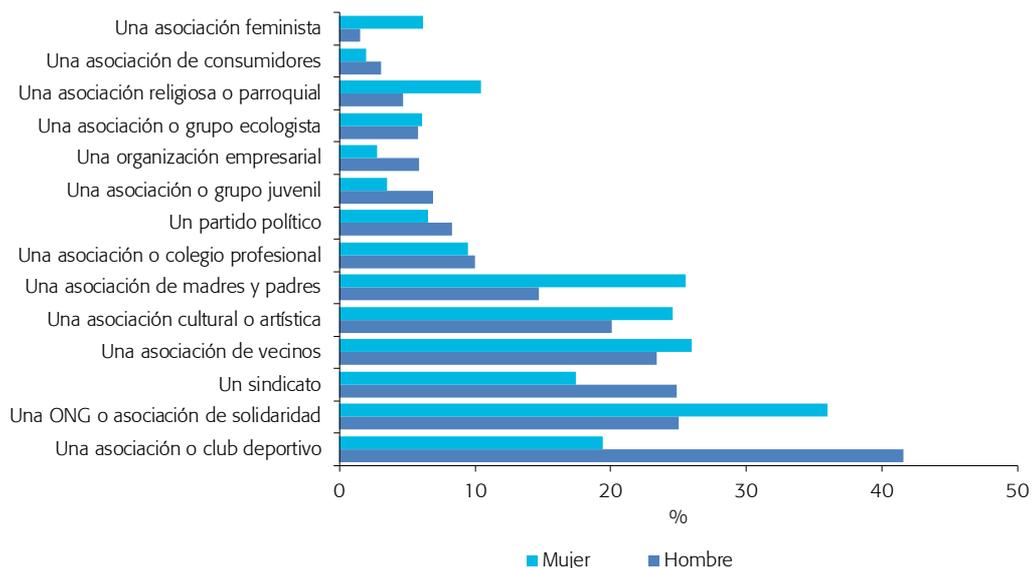
*Nota:* Porcentajes sobre el total de quienes afirman pertenecer a alguna asociación (N=1.440).

*Pregunta:* "Y, en concreto, ¿es miembro o está afiliado/a a...?".

*Fuente:* Barómetro 3269 del Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

Gráfico 5

### Tipo de asociación a la que se está afiliado, por sexo (diciembre de 2019)



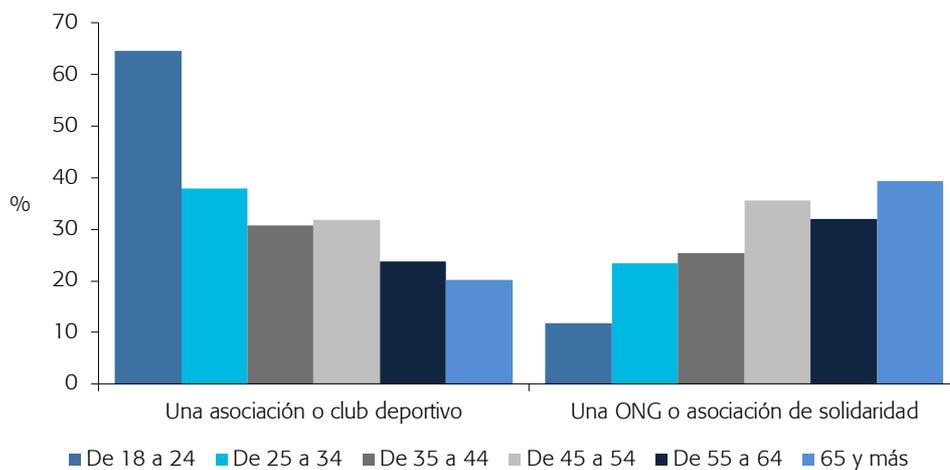
*Nota:* Porcentajes sobre el total de quienes afirman pertenecer a alguna asociación (N=1.440).

*Pregunta:* "Y, en concreto, ¿es miembro o está afiliado/a a...?".

*Fuente:* Barómetro 3269 del Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

Gráfico 6

## Afiliación a asociaciones deportivas y solidarias, por edad (diciembre de 2019)



*Nota:* Porcentajes sobre el total de quienes afirman pertenecer a alguna asociación (N=1.440).

*Pregunta:* "Y, en concreto, ¿es miembro o está afiliado/a a...?".

*Fuente:* Barómetro 3269 del Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de enero de 2020

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,2	Octubre 2019
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,6	Octubre 2019
Dudosos (% var. mensual medio)	-1,2	Octubre 2019
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	642.118	Diciembre 2019
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	132.611	Diciembre 2019
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	102	Diciembre 2019
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	55,74	Septiembre 2019
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	9.774,41	Septiembre 2019
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	71.572,44	Septiembre 2019
Ratio "oficinas/entidades"	124,89	Septiembre 2019

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 diciembre	2020 enero	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,6	4,7	4,1	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,9	-0,329	-0,309	-0,394	-0,388	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,2	-0,186	-0,117	-0,249	-0,243	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	0,4	0,4	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 la primera mitad de enero. El euríbor a 3 meses ha pasado del -0,394% del mes de diciembre al -0,388%, mientras que el euríbor a 12 meses ha pasado del -0,279% de diciembre al -0,243%. 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. A 15 de enero, la rentabilidad del bono del Estado a 10 años se mantuvo en el 0,4%.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 octubre	2019 noviembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	16,3	54,6	84,2	245,71	212,79	(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	93,75	98,15	(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	0,07	(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	1,30	1,14	(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	-0,59	-0,58	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	676,8	1.127,1	1.164,63	1.253,93	1.257,14	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	1,13	-	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	44,4	-	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	1.013,3	1.055,4	862,6	923,4	946,7 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.732,1	10.451,5	8.539,9	9.257,5	9.511,10 (a)	Con base dic1989=3000

**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 octubre	2019 noviembre	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,8	15,8	12,2	14,2	15,6 (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	8,01	-13,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	10,6	5,8	58,5	-20,5	-22,6	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de enero de 2020.

Comentario "Mercados financieros": Durante el mes de noviembre se produjo una disminución en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 212,79%) mientras que las operaciones con obligaciones del Estado aumentaron (hasta el 98,15%). En la primera quincena de enero las bolsas han tenido vaivenes y niveles similares al cierre de 2019. El IBEX-35 alcanza los 9.511 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid los 947. En noviembre, las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 cayeron un 13,7%, mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice cayeron un 22,6%.

**C. Ahorro y endeudamiento financiero**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2017	2018	2019 (2T)	2019 (3T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-2,3	2	1,5	2,2	2,1	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	1,7	2,4	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	289,2	288,2	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 (2T)	2019 (3T)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	64,6	61,3	58,9	58,6	57,4	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (%var. trimestral medio)	BE	0,5	3,8	-1,6	3,1	-0,3	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	1,6	-1,5	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": En el tercer trimestre de 2019 el ahorro financiero en el conjunto de la economía se redujo hasta el 2,1% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 2,4% del PIB. Se observa, asimismo, una ligera disminución de la deuda financiera de las economías domésticas, hasta el 57,4% del PIB.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 septiembre	2019 octubre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	6,5	-0,4	-4,7	-0,3	-0,2	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. Mensual medio)	BE	7,3	2,4	0,7	0,2	-0,6	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,81	-3,7	-0,9	0,6	-1,6	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,9	0,7	-8,8	0,8	0,9	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	-0,1	-0,01	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 septiembre	2019 octubre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,1	-3,8	-2,3	-2,0	-1,2	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	3,0	-3,5	-1,4	-11,8	11,1	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	0,9	-0,4	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En octubre se observó una caída del crédito al sector privado del 0,2%. Asimismo los depósitos disminuyeron un 0,6%. Los valores de renta fija redujeron su peso en balance un 1,6% mientras que las acciones y participaciones lo aumentaron en un 0,9%. Asimismo, se produjo una reducción de los préstamos dudosos del 1,2% 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 junio	2019 septiembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	194	124	122	115	115	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español.
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	75	82	83	83	84	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	25.408	24.855	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	762.54	714.781	642.118 (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	164.162	132.611 (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 junio	2019 septiembre	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de Euros)	BE	20.270	1.408	96	180	102 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2018.

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

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En diciembre de 2019, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 132.611 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 diciembre de 2019, el importe de estos programas en España era de 332.324 millones de euros y de 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 2000-2014	2015	2016	2017	2018	2019 (3T)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	50,89	50,98	54,18	54,03	54,39	55,74	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	5.595,62	5.600,48	6.532,25	9.461,19	9.774,41	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado.
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	21.338,27	3.6791,09	39.457,04	47.309,12	68.190,72	71.572,44	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	205,8	229,04	139,84	122,22	131,36	124,89	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,57	7,05	6,97	7,2	7,3	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	0,01	-0,62	0,84	-0,79	1,41	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,45	0,39	0,26	0,44	0,57	0,58	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	6,27	5,04	3,12	3,66	4,25	4,50	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": En el tercer trimestre de 2019 se observó un aumento de la rentabilidad en el sector bancario español, aunque se mantiene en niveles aún modestos, ante la persistencia de tipos de referencia de operaciones monetarias reducidos. La eficiencia y productividad siguen, en todo caso, aumentando.

**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 30. Opinión pública y encuestas

**CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA**

N.º 273. Desaceleración económica y mercado de la vivienda

**SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK**

Vol. 8, N.º 6 (2019). Assessing real estate and credit markets ahead of an anticipated slowdown

**PAPELES DE ENERGÍA**

N.º 8. Enero (2020)

**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](mailto:publica@funcas.es)



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

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

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

Pedidos e información:

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



ISSN: 2254-3422



97722543427