

## Innovación financiera: criptoactivos *y sandbox*

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Economía de  
los criptoactivos

El *sandbox* regulatorio

Regulación y venta  
de activos problemáticos

Capital riesgo

Reducción de jornada  
y brecha de género

Riesgos y retos de  
la consolidación fiscal

El papel de la AIReF

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

Valoración bursátil  
y rentabilidad bancaria

### 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

© 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

264

mayo/junio 2018



---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Economía de los criptoactivos: mitos, realidades y oportunidades  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*
- 15 La irrupción del *sandbox* regulatorio: propuestas para las *fintech* españolas  
*Rodrigo García de la Cruz*
- 25 Nuevas coberturas y normas contables: efectos sobre los activos problemáticos de la banca española  
*José García Montalvo*
- 37 Evolución del capital riesgo en la economía española  
*Irene Peña y Pablo Mañueco*
- 45 La brecha de género en España y el contrato de reducción de jornada por cuidado de menores  
*Daniel Fernández Kranz*
- 61 La consolidación fiscal en curso: entre los riesgos de incumplimiento y los retos pendientes  
*Santiago Lago Peñas*
- 71 Los primeros años de actividad de la AIReF en el contexto del marco fiscal de la Unión Europea  
*Yulia Kasperskaya y Ramon Xifré*

---

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 83 Valoración bursátil y rentabilidad de los bancos: España, eurozona, Estados Unidos  
*Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Fernando Rojas*

---

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 94 Indicadores económicos  
*Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas*
- 117 Indicadores sociales  
*Dirección de Estudios Sociales de Funcas*
- 125 Indicadores financieros  
*Dirección de Estudios Financieros de Funcas*



## Carta de la Redacción

**E**l desarrollo de nuevas aplicaciones basadas en tecnologías disruptivas, como *blockchain*, ha abierto un conjunto de oportunidades, aún no suficientemente explotadas, en los mercados financieros. Así por ejemplo, criptomonedas y *tokens* constituyen formas alternativas de activos cuyo funcionamiento se rige por algoritmos que realizan transacciones apoyadas por *brokers* y plataformas de negociación y comercialización interconectadas entre sí. El mercado global de los criptoactivos ha sido uno de los de mayor expansión desde 2016, confirmando un fenómeno de virtualización del dinero que abre numerosos interrogantes sobre sus relaciones con los bancos centrales y supervisores, habida cuenta además de la elevada volatilidad de dichos activos. Por otra parte, la innovación tecnológica en los servicios financieros ha dado lugar a la aparición de numerosas iniciativas emprendedoras que, en pequeña escala, ofrecen productos totalmente *online* caracterizados por soluciones ágiles y flexibles, un trato personalizado e inmediato, y una reducción del coste de los servicios. Son las denominadas *fintech*, que ya ocupan un espacio relevante en el proceso de digitalización financiera. La velocidad de los procesos de innovación supera con creces a la respuesta reguladora, tan necesaria en estos mercados, lo que plantea el reto de hacer compatible las soluciones innovadoras con la existencia de las salvaguardas y garantías adecuadas para esta nueva clase de negocios.

Los dos primeros artículos con los que se abre este número de *Cuadernos de Información Económica* abordan, justamente, este tipo de cues-

iones. El primero, de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, muestra los fundamentos económicos y la evolución reciente de los criptoactivos, analizando las posibilidades que ofrece la tecnología *blockchain*, que está en la base de su desarrollo. La pregunta es si estas nuevas monedas digitales y los sistemas alternativos de pagos, que carecen del respaldo oficial de los bancos centrales, pueden convertirse en una alternativa a las divisas actuales. Los fenómenos de especulación y volatilidad de algunas criptomonedas aconsejan abordar con prudencia su componente de inversión que, por otra parte, termina trastocando su necesaria estabilidad como moneda. El alto riesgo que comportan este tipo de activos intangibles deriva del hecho de que no están regulados y, por tanto, no ofrecen ninguna protección a los consumidores. Con todo, existen oportunidades de aprovechamiento de tecnologías de registro distribuido, como *blockchain*, para propiciar la creación de monedas digitales por parte de los bancos centrales, estableciendo una alternativa que propicie una reducción de costes del sistema de pagos, en un marco de garantías suficientes.

Las necesarias exigencias regulatorias en este escenario de innovación tecnológica aplicada a las finanzas pueden, sin embargo, representar un freno al proceso mismo de innovación, especialmente en aquellas iniciativas que en el momento de su aparición no están sujetas a ninguna regulación. La solución al dilema innovación-regulación viene de la mano de lo que se ha dado en llamar *sandbox*, un espacio de pruebas regulatorio, seguro y controlado,

en el que las empresas que se encuentran en sus estados iniciales de lanzamiento pueden desarrollar su actividad con un periodo de adaptación gradual a la normativa existente o, cuando se carezca de regulación, bajo el respaldo y protección de los propios reguladores. El artículo de RODRIGO GARCÍA DE LA CRUZ ofrece una descripción de las potencialidades del *sandbox* regulatorio en el universo de las *fintech*, analizando algunas de las mejores prácticas internacionales, como la del Reino Unido, y proponiendo la puesta en marcha de una iniciativa similar en España. El desarrollo legislativo de un *sandbox* proporcionaría un importante estímulo a la innovación financiera más disruptiva, al crear un marco de pruebas confortable en materia de regulación.

También en relación con el sector financiero, el artículo de JOSÉ GARCÍA MONTALVO examina los efectos sobre la banca española de la nueva normativa europea sobre activos improductivos. Es bien conocido que la crisis financiera ha dejado tras de sí una enorme carga de activos problemáticos en la banca europea, dificultando la recuperación de niveles aceptables de rentabilidad, máxime en un contexto de tipos de interés en mínimos históricos. Los requerimientos previstos para elevar las coberturas de los activos improductivos, coincidentes con la aplicación de la nueva norma contable IFRS 9, que implica el afloramiento de un volumen adicional de dudosos, son importantes incentivos para acelerar la reducción de dichos activos en los balances bancarios. La banca española presenta claros signos de mejora en la disminución de activos problemáticos. Desde diciembre de 2013 la reducción ha sido de un 46% y durante 2017 también se ha mantenido la tendencia a la baja, tanto entre los créditos dudosos como entre los activos adjudicados. Las previsiones apuntan que en 2018 el mercado español volverá a ser muy activo, aunque existen algunas dudas sobre el impacto que pudiera tener en los precios inmobiliarios la salida al mercado de los grandes paquetes de inmuebles adquiridos por los fondos a finales del pasado año.

Una de las vías de financiación empresarial que, con la recuperación de la actividad económica, está teniendo un renovado dinamismo es el capital riesgo. De hecho, como señalan IRENE PEÑA y PABLO

MAÑUECO en su artículo, 2017 fue un año récord en lo que a volumen de inversión se refiere. Se trata de una modalidad de financiación empresarial cuya aceptación se ha visto mejorada por la importancia de reforzar los fondos propios en el balance de las compañías. En particular, los fondos de capital semilla y *venture capital* han registrado un fuerte aumento en los últimos años, de la mano de inversores interesados en nuevos proyectos de carácter tecnológico, y gracias también a la puesta en marcha de incubadoras y aceleradoras de empresas a nivel regional. Todo ello ha creado un entorno altamente competitivo entre las entidades de capital riesgo que operan en España, intensificado por la penetración de fondos internacionales atraídos por las favorables perspectivas económicas del país.

El debate social sobre la diferencia salarial entre hombres y mujeres ha sido también objeto de atención por los economistas en trabajos académicos que tratan de encontrar los factores explicativos de la diferencia de ingresos. Factores como el trabajo a tiempo parcial, el tipo de sector y de ocupación, o el nivel educativo forman parte de los resultados que se obtienen en estudios empíricos que vendrían a explicar los principales determinantes de la llamada brecha de género. Investigaciones más recientes, sin embargo, sugieren que es la mayor participación de la mujer en el cuidado de los hijos, y en las tareas domésticas en general, la que le impide participar en el mercado laboral en las mismas condiciones que los hombres. El artículo de DANIEL FERNÁNDEZ KRANZ examina las diferentes consecuencias que tiene la legislación española sobre reducción de jornada por cuidado de hijos entre hombres y mujeres. En conjunto, de todas las reducciones por motivos familiares un 96% corresponde a las madres y solo el 4% a los padres. A pesar de los avances en igualdad de género, las mujeres españolas se responsabilizan en mucha mayor medida que los hombres del cuidado de los menores, lo que limita sus posibilidades laborales. Las propuestas del autor pasan por aumentar la participación de los hombres en ese tipo de tareas y por reducir los costes que ocasiona la flexibilidad de los horarios de trabajo.

Dos trabajos convergen en este número en relación con el proceso de consolidación fiscal

en España. El primero analiza el grado de cumplimiento de los objetivos de déficit público, las perspectivas de corto y medio plazo, y los retos pendientes. El segundo revisa la actuación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), sus realizaciones y también sus limitaciones, en cuanto a su contribución a la disciplina fiscal, la transparencia y la sostenibilidad de las finanzas públicas. SANTIAGO LAGO PEÑAS comienza justificando las razones por las que resulta improbable el cumplimiento del objetivo de déficit en 2018, algo a lo que no son ajenas las modificaciones del proyecto inicial de Presupuestos Generales del Estado en materia de pensiones. En una perspectiva de mayor alcance temporal, la reducción del déficit va a girar casi exclusivamente sobre su componente cíclico, con un déficit estructural que durante el trienio 2017-2019 se enquista entre el 2% y el 3% del PIB. Entre tanto, resulta muy preocupante el elevado nivel de deuda pública, tanto por el coste que podría suponer una subida de tipos de interés, como por la inestabilidad que podría generarse en un escenario de agitación de los mercados financieros, así como por la minoración del margen de actuación de la política fiscal ante futuras crisis económicas. El espacio para nuevas reformas continúa siendo importante, tanto por el lado de los ingresos, en la práctica totalidad de las figuras tributarias, como por el de los gastos, especialmente en lo que se refiere a la mejora de la eficiencia, al equilibrio entre aportaciones realizadas y derecho a prestaciones, y a las áreas en las que aparece una insuficiencia de recursos en comparación con los países más avanzados.

Las instituciones fiscales independientes desempeñan un importante papel en el funcionamiento de un marco fiscal basado en la transparencia y en la estabilidad presupuestaria. En España, la AIReF elabora recomendaciones con propuestas de mejora dirigidas a las administraciones públicas sobre el cumplimiento de la normativa presupuestaria, procedimientos, sostenibilidad y transparencia. Algunas de dichas recomendaciones exigen respuestas en términos de su cumplimiento o explicación, de

modo que las administraciones pueden incurrir en costes de reputación en función de cuál sea su contestación. Como se refleja en el artículo de YULIA KASPERSKAYA y RAMON XIFRÉ, solo la mitad de las recomendaciones formuladas por la AIReF han sido aceptadas, existiendo una diferencia significativa entre el Gobierno central, que opta preferentemente por explicar su incumplimiento, y las administraciones territoriales, en las que predomina el cumplimiento. El balance de los primeros años de la AIReF está bien reflejado en el estudio de evaluación efectuado por la OCDE, que destaca de forma positiva la posición de independencia alcanzada por el nuevo organismo, así como la calidad de sus análisis.

La sección de Economía Internacional incluye un artículo de ÁNGEL BERGES, ALFONSO PELAYO y FERNANDO ROJAS en el que se analiza la evolución reciente y los principales determinantes de la valoración bursátil relativa de la banca europea, norteamericana y española. La relación entre el valor de mercado y el valor contable tiene una especial relevancia como indicador indirecto de confianza en la sostenibilidad de las entidades y como precondition para las ampliaciones de capital mediante apelaciones al mercado. Lo normal es que la valoración bursátil se vea afectada por los distintos indicadores de *performance* bancaria, como la reducción de la morosidad, la eficiencia o la rentabilidad. Pero de los tres, el que tiene mayor efecto es el que se refiere a la rentabilidad, medida por el *ROE*, especialmente cuando este se toma en relación con las expectativas de futuro que derivan del consenso de mercado. La interpretación de los resultados aconseja tomar en consideración también los otros dos indicadores, pues tanto la mejora de la eficiencia como la menor presencia de créditos dudosos influyen positivamente en la rentabilidad. Entre los principales sistemas bancarios europeos, la banca española es la que se encuentra mejor valorada por el mercado, capitalizando los mayores esfuerzos que ha realizado en el saneamiento de activos y ajustes de capacidad, lo que le ha situado en una posición ventajosa en eficiencia y rentabilidad.



## Economía de los criptoactivos: mitos, realidades y oportunidades\*

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

**El mercado de los criptoactivos ha registrado un extraordinario desarrollo en los últimos años. Sin embargo, se trata de un tipo de activos que utilizan plataformas cuya organización de mercado y sistemas de valoración requieren de un tratamiento específico. Uno de los debates que esta exigencia ha suscitado es hasta qué punto constituyen una burbuja especulativa o una auténtica oportunidad como sistema alternativo de pagos y de intercambio en múltiples sectores. El análisis de este artículo sugiere que existe evidencia de un notable componente especulativo, pero también oportunidades para explotar las ventajas tecnológicas de este fenómeno. Un ejemplo de oportunidad serían las monedas digitales de los bancos centrales (CBDC) que permitan avanzar hacia una sociedad sin efectivo. Los datos sitúan a España en una posición relativamente modesta en este mercado en términos cuantitativos, pero con una presencia significativa en la generación de proyectos que están atrayendo inversión considerable en el mercado de las ofertas iniciales de moneda (ICOs).**

### Criptodiversidad: un entorno en expansión... con precauciones

Los criptoactivos son una manifestación del tiempo en que vivimos, en la medida en que aúnan innovación tecnológica, oportunidad e incertidumbre. Definidos de forma amplia, se trata del conjunto de las criptodivisas y otras formas de bienes y servicios que utilizan tecnologías criptográficas y de cadena de bloques (*blockchain*) para funcionar. En esta concepción, se prodigan múltiples acepciones no siempre suficientemente exclusivas. Por ejemplo, se excluyen las monedas,

aplicaciones o servicios que simplemente sean virtuales o digitales pero carezcan de la encriptación como sistema de generación y protección.

En todo caso, es necesariamente una clasificación inacabada, dadas las múltiples ramificaciones que se abren dentro de la criptodiversidad. Incluso se genera un lenguaje propio que está en plena ebullición. En todo caso, como en tantas otras dimensiones de la digitalización, las ideas contienen un valor potencial muy elevado que no corresponde siempre al valor real de los desarrollos prácticos.

\* Véase el glosario de términos sobre criptoactivos en: [http://www.funcas.es/\\_obsdigi\\_/Glosario\\_es/](http://www.funcas.es/_obsdigi_/Glosario_es/)

\*\* CUNEF y Observatorio de la Digitalización Financiera de Funcas.

\*\*\* Universidad de Granada y Observatorio de la Digitalización Financiera de Funcas.

El propósito de este artículo es mostrar los fundamentos económicos y la evolución reciente de los criptoactivos. Aproximar la taxonomía de este fenómeno es un ejercicio difícilmente comprensivo en la medida en que se corresponde con un entorno en franca expansión. No obstante, si se tratara de realizar una clasificación más básica pero ilustrativa, al tiempo que ordenar los principales fundamentos y mecanismos de desarrollo de los criptoactivos, el diagrama 1 podría ser una representación aproximada.

Los criptoactivos unen dos mundos con una expansión y posibilidades aún no suficientemente explotados para generar activos y servicios protegidos por criptografía, financieros y no financieros, pero con una presencia considerable en el mercado: la tecnología *blockchain* y el desarrollo de aplicaciones. *Blockchain* es la forma más popular de libro de registros distribuido. Se trata de mantener una anotación permanente y a prueba de manipulaciones de datos transaccionales. Las cadenas de bloques que lo forman constituyen una base de datos descentralizada que es administrada por computadores pertenecientes a una red de punto a punto (*P2P, peer-to-peer*). En esta red, cada equipo mantiene una copia del libro de registros del sistema para evitar cualquier punto

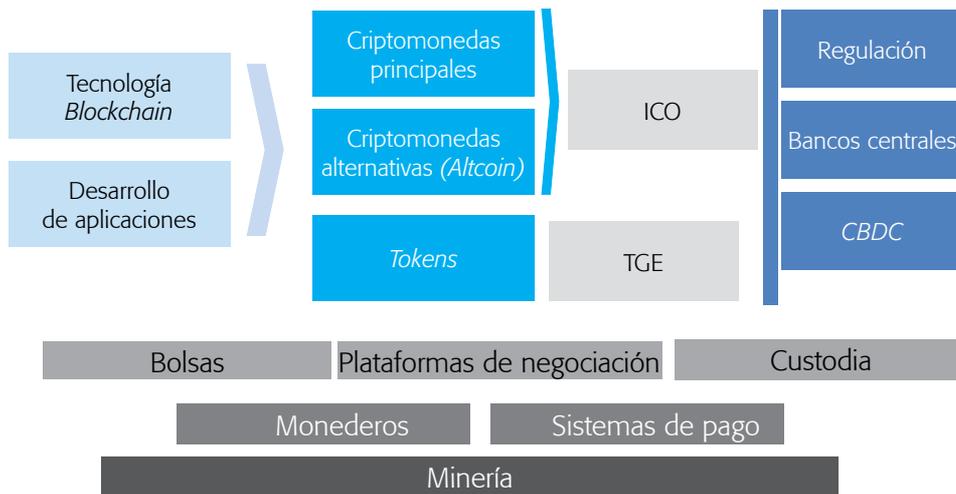
de fallo. Todas las copias se actualizan y validan simultáneamente en la red. Las aplicaciones de *software* hacen uso de las posibilidades de inmutabilidad de este registro para crear sistemas de valor compartidos. En su forma más común, hay dos clases principales de criptoactivos: criptomonedas y *tokens*. La criptomoneda hace referencia a la representación criptográfica de una divisa o

*Uno de los principales debates en relación con las criptomonedas y los tokens es hasta qué punto se conciben y usan como un instrumento de pago o de intercambio, o como una inversión especulativa. Una de las claves es determinar si un instrumento que generalmente carece de respaldo oficial del banco central puede convertirse en una alternativa a las divisas en curso.*

moneda para el intercambio. El uso fundamental es realizar pagos en la cadena de bloques. El *token* es un activo fungible o ficha de valor comercializable, que se asemeja a una *utility* y se intercambia también en el *blockchain*. Por ejemplo, puede representar derechos para ver televisión en *streaming* o servir para acumular puntos en

Diagrama 1

### Mercado de criptoactivos: tecnología, instrumentos y actores



Fuente: Elaboración propia.

un programa de incentivos de cualquier empresa para sus clientes.

La popularidad de criptomonedas como el *bitcoin* ha hecho de la acepción monetaria la más popular hasta la fecha entre los criptoactivos. En todo caso, frente a ese *bitcoin* u otros con cierto nivel de asentamiento como *ethereum* o *ripple*, se han desarrollado cientos de monedas adicionales alternativas a las que se denomina de forma genérica como *altcoin*. Sin embargo, es posible que el *token* se haya convertido en la gran puerta de futuros desarrollos de aplicaciones para este mercado. Y también en la dimensión donde es tan posible encontrar las aportaciones más creativas como aquellas en las que es más dudoso que exista un valor o verdadero desarrollo potencial. En su acepción más común, los *tokens* son unidades o fichas virtuales que se transmiten en redes (principalmente mediante *blockchain*). Se emplean para intercambiarse bienes y servicios de todo tipo. Así, un *token* puede otorgar un derecho, emplearse para pagar por un servicio, ceder unos datos, participar en un club, en un evento deportivo o en cualquier otro elemento al que se quiera asignar un valor y distribuirlo.

En la base del diagrama 1 se muestra la arquitectura común del desarrollo de estos activos. Las bolsas son mercados más o menos amplios, cuyo funcionamiento se rige por algoritmos que casan órdenes de compra y venta. A su vez, están apoyados por *brokers* y plataformas de negociación y comercialización, que ofrecen interconexión entre sí y a las que el sistema *blockchain* permite compensar y liquidar transacciones con una velocidad variable pero suficiente para formar precios observables por los participantes. Como en los mercados financieros estándar, los fondos invertidos en los criptoactivos están sometidos a custodia en las principales bolsas. Esta custodia permite que la acumulación de valor pueda producirse con el respaldo suficiente. El valor se instrumenta en monederos (*wallets*), que son sistemas o aplicaciones de *software* que permiten almacenar los criptoactivos. Hay monederos de custodia —en los que el custodio está en poder de la clave de seguridad de cada criptoactivo— y monederos privados —en

los que la clave de seguridad de acceso a los criptoactivos únicamente la tiene el tenedor de los mismos—.

---

*Las enormes posibilidades que ofrece la tecnología blockchain en los sistemas de pago han dado lugar a iniciativas íntegramente públicas o de colaboración público-privada para desarrollar divisas digitales de bancos centrales (CBDC). La idea es combinar la seguridad de pago con la velocidad y ausencia de intervención de terceros para verificarlo que proporcionan las cadenas de bloque.*

---

Se configuran tres tipos principales de bolsas de criptoactivos. Las primeras son las centralizadas, en las que un monedero incorpora un *software* de registro y actúa como única central de contrapartida de las transacciones en esa bolsa. El segundo modelo son las bolsas de “tercera parte integrada”, en las que distintos monederos interactúan en un registro central que funciona como bolsa común a todos ellos. El tercer modelo es el que propicia el intercambio directo de criptoactivos entre usuarios, las bolsas *P2P*, en las que las transacciones son de punto a punto entre los tenedores de los activos.

Los criptoactivos y bolsas tienen un uso elemental como sistema de pago. Hay dos tipos generales de modelos de criptoactivos como instrumentos de pago. El primero son las criptomonedas enfocadas a la eficiencia de una divisa estándar. Se trata de sistemas de encriptación que tratan de hacer el pago entre particulares o la compensación de pagos más eficientes en divisas estándar en un determinado país. El segundo son los sistemas de pagos enfocados en criptodivisas. En ellos, las criptomonedas son también convertibles en divisas estándar, pero el objetivo es que se desarrollen como divisas propias y para sus propios pagos sin necesidad de conversión.

El desarrollo tecnológico de los criptoactivos se realiza mediante minería, que constituye las ope-

raciones fundamentales de programación que son precisas para generar, verificar y distribuir estos activos en una red *blockchain*. Como cualquier red, funciona mediante nodos y su generación y registro implican numerosas horas de computación para combinar los distintos bloques y los componentes o huellas (*hash*) de cada bloque. Para ello, se precisa *hardware* y programadores, que pueden actuar de forma individual a cambio de una comisión o participación en los activos (*self-mining*), o en una estructura de cooperación, para dar más profundidad y velocidad a la red (*mining pool*). En este último caso los beneficios se reparten entre los componentes del *pool*. Se trata de cuestiones que revisten gran importancia económica y no solo técnica, en la medida en que uno de los problemas que pueden afrontar los criptoactivos son restricciones de capacidad que enlentecen las transacciones o implican (caso del *bitcoin*, por ejemplo) un límite máximo de unidades del criptoactivo.

El universo de los criptoactivos reflejado en el diagrama 1 invita a una doble reflexión:

- La primera es la medida en que los creadores de criptomonedas y *tokens* encuentran financiación. Y la escala en que se hace. Así, si en el mundo financiero al uso, las empresas captan capital mediante ofertas públicas de venta de acciones, en el mundo digital se realiza mediante ofertas públicas de criptomonedas (*initial coin offerings* o *ICOs*) o eventos de generación de *tokens* (*token generating events* o *TGE*). Como se mostrará más adelante en este artículo, estos procesos han sido capaces de generar un importante volumen de recursos en un tiempo reducido.
- La segunda reflexión se refiere a la medida en que las criptomonedas o los *tokens* se conciben y usan como un instrumento de pago o de intercambio o como una inversión especulativa. Este es probablemente el debate más crudo (pero también apasionante) que se mantiene en la actualidad. Si se restringe la

definición a un medio de pago o intercambio, la clave es determinar si un instrumento que generalmente carece del respaldo oficial del banco central puede convertirse en una alternativa a las divisas en curso. ¿Pueden los criptoactivos generar las condiciones de estabilidad, respaldo y contrapartida que intenta garantizar un banco central? Existen debates académicos abiertos, por ejemplo, sobre hasta qué punto las criptodivisas pueden complicar objetivos de política monetaria como el control de la inflación o sustituir al banco central generando derechos de señoreaje (los ingresos que se obtienen como emisor oficial de una moneda). Sin embargo, la cuestión se complica aún más cuando, en el centro de este debate tecnofilosófico, el atractivo de algunos criptoactivos —principalmente criptomonedas— los ha convertido en inversiones especulativas sometidas a una considerable volatilidad y, en ocasiones, difícil valoración de mercado.

Como es habitual, la iniciativa privada y la innovación han ido por delante de las alternativas oficiales y la regulación. Sin embargo, el papel de los bancos centrales se antoja determinante en el futuro más inmediato por varios motivos. Uno de los más poderosos es que una parte importante de los flujos de criptodivisas que entran en el mercado están siendo *hackeados* o robados. No se trata de casos en los que la tecnología subyacente sea vulnerada sino a cuestiones como suplantaciones de identidad o, directamente a iniciativas que constituyen un fraude. Ernst & Young estimó, por ejemplo, que a mediados de 2017 ya se había *hackeado* o robado el 11% de los fondos que habían sido emitidos mediante *ICOs*, por un importe aproximado de 400 millones de dólares<sup>1</sup>. Son también conocidos los casos en los que se han producido robos de algunas de las criptomonedas más populares, como el *bitcoin*. Estos robos no se han debido a vulnerabilidades tecnológicas achacables al *blockchain*, sino a la sustracción de claves de seguridad en algún monedero o plataforma de intercambio. También es preciso consi-

<sup>1</sup> [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/\\$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf)

derar el riesgo inherente al uso último de algunas criptomonedas para actividades ilegales y fraudulentas, la otra cara de la moneda de la libertad y anonimato (parcial) que son parte de la poderosa filosofía de los criptoactivos.

Por otro lado, sigue siendo una cuestión abierta hasta qué punto los criptoactivos pueden avanzar privadamente en una economía cuya red de seguridad financiera depende del banco central tanto como base de la circulación fiduciaria de las divisas como en su condición de garante de la seguridad de algunos ahorros e inversiones.

Lo que no pueden ni parecen negar supervisores y bancos centrales es la trascendencia y posibilidades de la tecnología *blockchain* en los sistemas de pago. Así, están surgiendo iniciativas íntegramente públicas o de colaboración público-privada para desarrollar divisas digitales de bancos centrales (*central bank digital currencies* o *CBDC*), como también muestra el diagrama 1. La idea de un *CBDC* es combinar la seguridad del pago con la velocidad y ausencia de intervención de terceros para verificarlos que proporcionan las cadenas de bloque. El banco central quedaría simplemente como promotor, sistema tecnológico y control de una moneda virtual que podría sustituir al efectivo, lo que mejoraría la eficiencia del sistema de pagos, al tiempo que reduciría el fraude y otros costes colaterales asociados al pago con billetes y monedas.

Esto no implica que los reguladores se posicionen de forma unilateralmente opuesta a los criptoactivos. Hasta la fecha, su posición ha sido la de extremar la prudencia porque consideran que existen dos elementos de su funcionamiento que no son adecuados para inversores minoristas. Uno es, precisamente, la falta de control y regulación que hace que cuando una de estas iniciativas se detecta como fraude, pueda ser tarde para advertir a los usuarios. El otro, que muchos de los supervisores no encuentran la dimensión de inversión (en lugar de medio de pago) de estos criptoactivos adecuada para minoristas, por su elevada volatilidad y las dificultades de determinación del valor de mercado de los mismos.

Así, el 8 de febrero de 2018, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (*ESMA*, por sus siglas en inglés), la Autoridad Bancaria Europea (*ABE*) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (*AESPJ*) emitieron un comunicado conjunto<sup>2</sup> advirtiendo a los consumidores de los elevados riesgos de comprar y/o poseer las denominadas monedas virtuales. Señalaban estas autoridades que las “monedas virtuales disponibles actualmente son una representación digital de valor que no está emitida ni garantizada por ningún banco central ni ninguna autoridad pública, y que carece del estatus legal de moneda o dinero”. Son muy arriesgadas, generalmente no están respaldadas por activos tangibles y no están reguladas por la legislación comunitaria, por lo que no ofrecen ninguna protección legal a los consumidores. Las tres Autoridades están preocupadas por el hecho de que cada vez más consumidores compren monedas virtuales, en particular, con la esperanza de que su valor siga creciendo, pero sin ser conscientes del alto riesgo de perder el dinero que han invertido”.

En España, también el 8 de febrero, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España emitían un comunicado conjunto<sup>3</sup> en la misma línea sugiriendo que “estas criptomonedas no están respaldadas por un banco central u otras autoridades públicas, aunque se presentan en ocasiones como alternativa al dinero de curso legal, si bien tienen características muy diferentes”:

- No es obligatorio aceptarlas como medio de pago de deudas u otras obligaciones.
- Su circulación es muy limitada.
- Su valor oscila fuertemente, por lo que no pueden considerarse un buen depósito de valor ni una unidad de cuenta estable”.

<sup>2</sup> <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Noticias%20Ultima%20Hora/EBAVirtualCurrenciesES.pdf>

<sup>3</sup> [https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/18/presbe2018\\_07.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/18/presbe2018_07.pdf)

Estos entes supervisores españoles advertían también, en la misma nota de los problemas de “volatilidad extrema” y liquidez que, a su juicio, representan esas monedas como inversión.

## Datos globales y situación en España

Resulta difícilmente discutible que el criptomercado ha sido uno de los de mayor expansión global en los últimos años, sobre todo desde 2016. El cuadro 1 muestra algunos indicadores estructurales. Aunque las entradas y salidas son frecuentes, a 30 de abril de 2018 había 1.587 empresas en este mercado. 888 de ellas corresponden a criptomonedas y 699 a *tokens*. Coinmarketcap.com atribuye a estas empresas una capitalización de mercado de 418.779 millones de dólares (356.271 de criptomonedas y 62.508 de *tokens*). Esta acepción de “capitalización” surge de la propia consideración de estos activos como inversiones en lugar de instrumentos de pago.

La estructura del mercado es también reveladora de cómo este se ha desarrollado. En lo que se refiere a las criptomonedas, la cuota de mercado de *bitcoin*, la primera empresa (*concentration ratio* o CR1) es del 44%, la de las tres primeras (CR3) es del 62% y la de las cinco primeras (CR5) del 62%. Las cuotas son algo menores en el negocio de los *tokens* pero también significativas, puesto que los cinco primeros *tokens* acaparan el 40% del total del valor de mercado global.

La concentración en el conjunto del mercado –considerando a todos los participantes– puede medirse mediante el índice de Hirschman-Herfindahl (HHI). El HHI es la suma de las cuotas de mercado al cuadrado de todas las empresas que compiten. Su rango es entre “1/número de empresas” y 1. En términos prácticos, suele trasladarse a una escala 0-10.000. En el caso del mercado de criptoactivos es de 1.780, siendo sustancialmente mayor en las criptomonedas (2.440) que en los *tokens* (725).

*Existen 1.587 empresas en el mercado de criptoactivos. 888 de ellas corresponden a criptomonedas y 699 a tokens. En su conjunto, aúnan una capitalización de mercado de 418.779 millones de dólares. Si se analiza el intercambio principal, el del bitcoins, el 24% del tráfico se produce en Estados Unidos, el 19% en Alemania, el 7% en China y el 6% en Francia. España se encuentra en el puesto 20 global con un 0,7%.*

Como muestra el cuadro 2 (panel A), entre las principales criptomonedas, hay dos especialmente destacadas: *bitcoin* y *ethereum*. También tienen un papel destacado y creciente *ripple* y *bitcoin cash*. La línea que separa las divisas principales de las alternativas (*altcoin*) es difícil de delimitar y depende del éxito relativo de cada iniciativa para arañar cuota al resto. En este punto, es conveniente delimitar algunos aspectos de la

Cuadro 1

### Estructura del mercado global de los criptoactivos

(Datos a 30 de abril de 2018)

	Criptomonedas	Tokens	Total
Número de empresas	888	699	1.587
Capitalización de mercado (millones de dólares)	356.271	62.508	418.779
CR1	44	24	37
CR3	62	32	61
CR5	79	40	70
HHI (escala 10.000)	2.440	725	1.780

*Notas:* CR1, CR3, CR5 son las cuotas de mercado de la primera empresa por tamaño, de las tres primeras, y de las cinco primeras, respectivamente. HHI es el índice de Hirschman-Herfindahl.

*Fuente:* Coinmarketcap.com y elaboración propia.

organización del mercado de las criptomonedas, al adoptar el modo de plataforma. Un *software* apoyado en una unidad de valor intercambiable. Como en otros mercados multilaterales actuales, hay un precio que puede asignarse al valor de uno de los lados (en este caso, el del *software* y la idea) y otro que depende del éxito que tenga la criptomoneda entre los usuarios. Esta estructura de precios es también extensible a los *tokens*. Para que las diferentes partes de la plataforma ganen valor, es necesario que se aprovechen las economías de red. En particular, que aumente la aceptación y uso de la criptomoneda para que alcance escalabilidad y reduzca los costes a medida que su uso aumenta. Sin embargo, las plataformas

de las criptomonedas tienen una peculiaridad: el *software* es generalmente abierto –así fue con el *bitcoin* que es el origen de casi todas las demás– y este es parte del éxito porque los desarrolladores pueden proponer mejoras y hacer su funcionamiento más eficiente. Sin embargo, el *software* abierto propicia que se generen dos tipos de bifurcaciones (*forks*) del mismo. Las “blandas” (*soft fork*) suponen una mejora del *software* existente que no altera su compatibilidad, mientras que las bifurcaciones duras (*hard fork*) dejan obsoleta o incompatible una plataforma de *software* anterior. Por lo tanto, la innovación y competencia puede acabar comprometiendo la escalabilidad y convertibilidad entre criptomonedas.

Cuadro 2

### Principales empresas del mercado de criptoactivos e importancia en el mercado global

(30 de abril de 2018)

PANEL A: PRINCIPALES EMPRESAS DEL MERCADO DE CRIPTOACTIVOS E IMPORTANCIA EN EL MERCADO GLOBAL		
		Capitalización de mercado (millones de \$)
1	Bitcoin	156.655
2	Ethereum	66.656
3	Ripple	32.699
4	Bitcoin cash	23.550
5	EOS	15.060
6	Litecoin	8.408
7	Cardano	8.063
8	Stellar	7.700
9	IOTA	5.661
10	TRON	5.244
PANEL B: TAMAÑO RELATIVO EN MERCADO (respecto A Dow Jones)		
		Capitalización de mercado (millones de \$)
1	Apple	889.096
2	Microsoft	753.190
3	Mercado Cripto Global	418.779
4	JP Morgan Chase	372.458
5	Johnson & Johnson	344.102
6	Exxon Mobil	329.502
7	Wal-Mart	257.722
8	Intel	248.991
9	Chevron Texaco	241.966
10	Unitedhealth	230.831

*Nota:* Panel B: Otros mercados como el Nasdaq incluyen a empresas como Google y Amazon que también estarían en el top de este ranking y por encima del mercado de criptoactivos.

*Fuentes:* Coinmarketcap.com, Bloomberg y elaboración propia.

En el cuadro 2 (panel B), aunque resulta una comparación algo abrupta por mezclar términos algo distintos, si se analiza el valor conjunto de mercado —entendido de forma amplia como la cotización respecto al dólar de todos los criptoactivos— su tamaño le colocaría como tercera empresa del Dow Jones con 418.779 millones de dólares, por debajo de Apple (889.096 millones) y de Microsoft (753.190 millones). La relevancia de las cifras —a pesar de estar comparando valoración de acciones con valor de monedas— sugiere que la importancia relativa alcanzada por los criptoactivos es considerable y, probablemente, constituye el fenómeno financiero más relevante de los últimos años.

Otra cuestión importante es que, al tratarse de intercambio de datos mediante *software*, la localización de las transacciones depende del número de nodos usados para las mismas. Desde una perspectiva analítica, esto permite identificar dónde existe un tráfico de mayor intensidad y, por lo tanto, localizar la relevancia de cada territorio en este mercado. Esto resulta aún más relevante si se tiene en cuenta que muchas de las iniciativas en relación con los criptoactivos pueden ser de desarrolladores de una determinada nacionalidad pero tener soporte financiero desde otro territorio y un desarrollo tecnológico en un tercero. La plataforma

de negociación Funderbeam ofrece una aproximación a la localización de estos nodos en el mercado más relevante, el de *bitcoins* (gráfico 1). A 30 de abril de 2018, el 24,32% de los nodos se encontraban en Estados Unidos, el 19,25% en Alemania, el 7,03% en China y el 6,45% en Francia. Un país como Reino Unido, conocido originador de empresas que operan con *bitcoin*, concentra sin embargo solamente un 3,69% de los nodos. España, se encuentra el puesto 20 global con un 0,68% de los nodos.

Determinar la posición de España en este mercado es, en todo caso, complicado, precisamente porque hay iniciativas españolas que se desarrollan desde Londres, Singapur o Gibraltar. En lo que se refiere a criptomonedas, la primera en España fue *spainCoin* en 2014, pero la que más desarrollo ha tenido hasta la fecha es *pesetaCoin* (PTC) que, a finales de abril, figuraba con un valor de mercado de 6,4 millones de euros. El pasado año se creó también *bilur*, una nueva criptomoneda de iniciativa española con sede en Londres. También hay una generación creciente de *tokens* que, como se verá más adelante, surgen para diferentes sectores. Desde plataformas de apuestas respaldadas por sistemas *blockchain*, hasta sistemas de pago para cadenas de restaurantes.

Gráfico 1

### Distribución de la red *bitcoin*. Concentración de nodos

(30 de abril de 2018)

Puesto	País	Nodos
1	Estados Unidos	2.542 (24,32%)
2	Alemania	2.012 (19,25%)
3	China	735 (7,03%)
4	Francia	674 (6,45%)
5	Países Bajos	488 (4,67%)
6	Canadá	392 (3,75%)
7	Reino Unido	386 (3,69%)
8	Rusia	356 (3,41%)
9	ND	318 (3,04%)
10	Japón	233 (2,23%)
...		
20	España	72(0,68%)

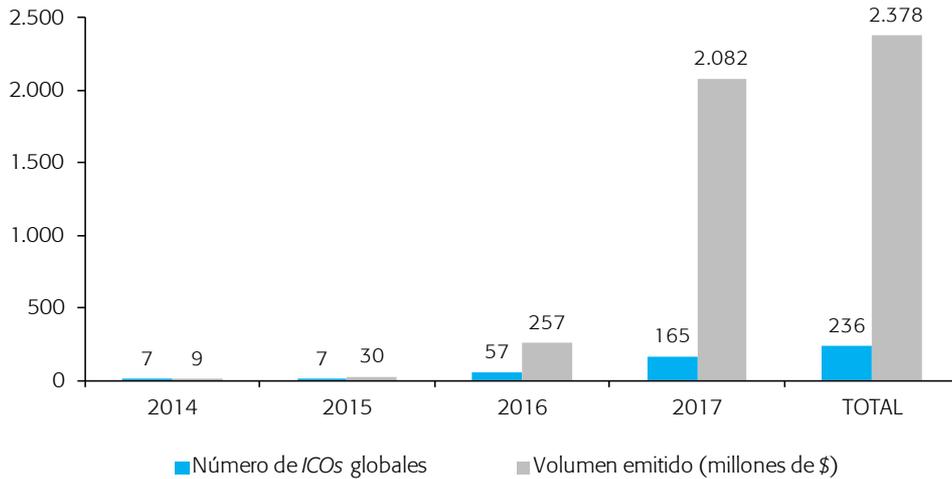


Fuente: Funderbeam y elaboración propia.

Gráfico 2

**Número de ICOs y volumen emitido**

(Millones de dólares)



Fuente: Coindesk y elaboración propia.

Cuando se institucionaliza la inversión en criptoactivos, muchas de las empresas que los lanzan deciden dar salida al proyecto mediante captación de capital con ofertas públicas. En

este sentido, se ha desarrollado en los últimos años un mercado de crecimiento muy llamativo de ofertas iniciales de monedas (*Initial Coin Offerings* o *ICOs*) y de eventos de gene-

Cuadro 3

**El mercado de las ICOs españolas**

(A febrero de 2018)

Número de proyectos	24
Proyectos activos	5
Cotizando actualmente	4
Valor de cotización (millones de \$)	145

**Número de ICOs por sector**

<i>Fintech</i>	6
<i>Proptech</i>	2
Comunicación y redes sociales	2
Energía y medioambiente	2
Empleo y educación	2
Infraestructuras	1
Eventos y entretenimiento	1
Arte	1
Viajes y recreación	1
<i>Healthtech</i>	1
Responsabilidad social	1
Gobernanza	1
<i>Marketing</i> y publicidad	1
Videojuegos	1
Deporte	1

Fuente: ICOinversiones-Finnovating y elaboración propia.

ración de *tokens* (*Token Generating Events* o *TGE*). En numerosas ocasiones, ambos fenómenos se etiquetan de forma indistinta como *ICOs* y así se recogen en las principales estadísticas. Por ejemplo, las que ofrece Coindesk (gráfico 2), que indican que a finales de 2017 se había emitido un volumen de 2.378 millones de dólares en *ICOs*, la mayor parte del mismo durante 2017 (2.082 millones de dólares). El número total de *ICOs* asciende a 236 de los que 165 tuvieron lugar en 2017.

Como sugiere el cuadro 3, España es un mercado activo de *ICOs*, existiendo actualmente 24 proyectos de los que cinco ya están en marcha (con datos a febrero de 2018 según la consultora Finnovating) y cuatro cotizan de forma activa en alguna plataforma de negociación. El valor de cotización conjunto de los *ICOs* en España es de 145 millones de dólares. En cuanto a la distribución por sectores, pueden distinguirse hasta 15 verticales distintas de este tipo de inversiones, siendo los más populares los que corresponden al sector financiero (Fintech, seis proyectos), propiedad inmobiliaria (Proptech, dos proyectos), comunicación y redes sociales (dos proyectos), energía y medioambiente (dos proyectos) y empleo y educación (dos proyectos).

## Criptoactivos como inversión: precios, volatilidad y dificultades de valoración

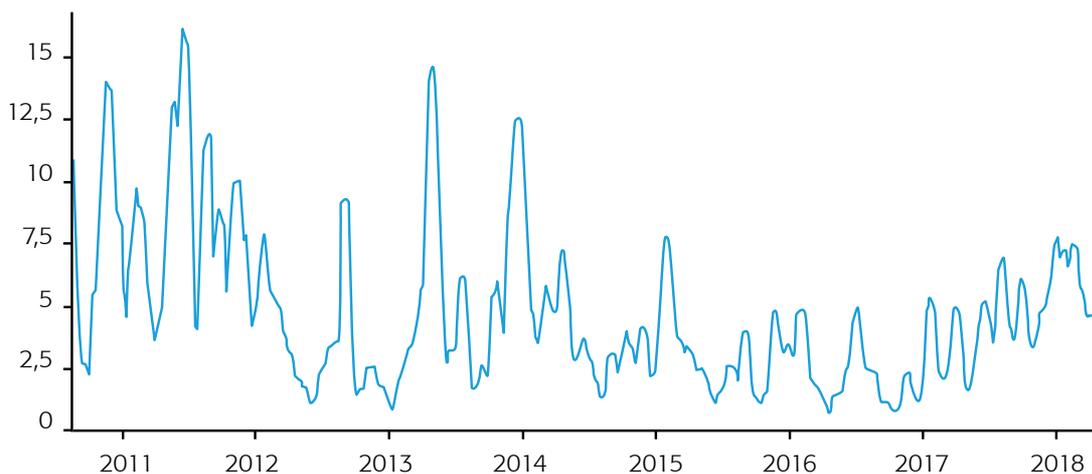
Las criptomonedas han gozado hasta la fecha de la mayor popularidad entre los cryptoactivos y han protagonizado cambios sustanciales de valor en cortos espacios de tiempo. Esta volatilidad ha atraído la atención sobre tres aspectos técnicos: (i) hasta qué punto existen burbujas especulativas; (ii) cuál es el valor fundamental a largo plazo de estas monedas; (iii) cómo se debe medir ese valor.

La volatilidad ha acompañado a las principales criptomonedas, sobre todo al *bitcoin*. El gráfico 3 muestra la volatilidad del *bitcoin* como desviación de los rendimientos diarios en su cotización frente al dólar. En este sentido, si se considera al *bitcoin* como una moneda alternativa al dinero fiduciario respaldado por los bancos centrales, se entendería que puede ser comparable al oro y estar protegida de movimientos inflacionarios y cambios en la masa monetaria. Esta consideración teórica ha hecho que algunos denominen a las criptomonedas "oro digital". Sin embargo, el oro mantiene una volatilidad diaria en el entorno del 1%, mientras que en el gráfico 3 se observa que la del *bitcoin* es varias veces superior.

Gráfico 3

### Volatilidad de los cryptoactivos

(Volatilidad del *bitcoin* frente al dólar, desviación típica de los rendimientos diarios)



Fuente: Buybitcoinworldwide.com

En cuanto a la existencia de burbujas especulativas, Shiller (2014) sugiere que estas están caracterizadas por modas, epidemias sociológicas o informes parciales e imperfectos en los medios de comunicación. Un primer elemento que podría suscitar sospecha sobre el uso especulativo del *bitcoin* es que el 70% del mismo parece no utilizarse sino encontrarse en cuentas “dormidas”, como inversión (Weber, 2015). Los saltos que se han producido en el valor de esta u otras criptomonedas tras las advertencias supervisoras o ante algún episodio de fraude o robo han reflejado también ciertas dudas sobre su valor intrínseco.

Aunque el componente especulativo parece innegable, es mucho más complicado establecer el valor intrínseco que incluye todos los componentes tangibles e intangibles de estos activos. Si se aplica el análisis estándar de una divisa o de un activo financiero, es frecuente encontrar resultados que afirman que los volúmenes conducen excesivamente los precios en los mercados de criptomonedas y que existe una considerable sobrevaloración en los mismos. Algunos incluso sugieren que el valor fundamental de monedas como el *bitcoin* es cero<sup>4</sup> y que su valor sería ciertamente cero si la confianza en esa moneda se desvanece<sup>5</sup>.

El propósito de este artículo no es determinar el valor que guardan los criptoactivos, sino describir sus fundamentos económicos y enfrentar las distintas aproximaciones a su valoración. En este sentido, a pesar de la negatividad respecto al valor fundamental que subyace de las apreciaciones anteriormente comentadas, conviene también mantener la cautela y asignar la posibilidad de un valor importante en los criptoactivos por varios motivos. El primero es que muchos de los análisis que han anunciado una vida exigua para activos como el *bitcoin* han visto como este ha superado las expectativas temporales anunciadas y, aunque con sobresaltos, se han seguido dando aumen-

tos importantes de su valor. Pero lo más importante es que, aunque parte de ese valor pueda estar conducido por una burbuja irracional, puede que otra parte importante no se esté midiendo adecuadamente. Estudios recientes indican que la valoración de monedas como el *bitcoin* no puede realizarse mediante un análisis financiero

---

*Estudios recientes indican que la valoración de monedas con el bitcoin no puede realizarse mediante un análisis financiero estándar. La razón es que su valor depende de aspectos como el nivel de competencia entre las distintas redes, la velocidad a la que se produce cada unidad, o la dificultad de los algoritmos usados para “minar”. En definitiva, de los costes de producción y las economías de red.*

---

estándar. La razón es que el valor de estas monedas encriptadas depende de aspectos como el nivel de competencia entre las distintas redes, la velocidad a la que se produce cada unidad, o la dificultad de los algoritmos usados para “minar”. En definitiva, de los costes de producción y las economías de red. En este sentido, estos análisis apuntan a la importancia del coste de producción y la ventaja tecnológica del *blockchain* para determinar el *fair value* de las criptomonedas (veáse, por ejemplo Hayes, 2017).

## **El papel de los bancos centrales y las CBDC: respaldo, compensación, señoreaje y eficiencia**

En sentido último, lo que parece difícil de refutar es el valor de usar tecnologías de registro distribuido como el *blockchain* para propiciar la virtualización del dinero. La cuestión es hasta

<sup>4</sup> Como Kenneth Rogoff en el blog Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/commentary/bitcoin-long-term-price-collapse-by-kenneth-rogoff-2017-10/spanish?barrier=accessreg>

<sup>5</sup> Un ejemplo prominente es del Nobel Jean Tirole en *Financial Times*: <https://www.ft.com/content/1c034898-d50f-11e7-a303-9060cb1e5f44>

qué punto este desafío puede ser asumido por los bancos centrales y en qué medida las criptomonedas de iniciativa privada pueden ser desplazadas por las monedas digitales de los bancos centrales (*Central Bank Digital Currencies* o *CBDC*).

El origen de esta disyuntiva entre criptoactivos y *CBDC* está en el uso de las divisas digitales como alternativa al dinero fiduciario. En particular, en la medida en que las criptomonedas pueden presentar cierta inelasticidad respecto a la oferta de dinero y, por lo tanto, no ser tan dependientes de la inflación, como sucedería con el oro. No obstante, su elevada volatilidad sugiere que no es la estabilidad de precios la ventaja que ofrecen las criptomonedas. Donde reside, probablemente, la mayor parte del valor es en la tecnología asociada (el *blockchain*) y la posibilidad de hacer pagos sin validación por parte de terceros, sino simplemente con la verificación segura que otorga la cadena de bloques.

La idea de una *CBDC* es usar el *blockchain* para generar una versión digital del efectivo que sea fácilmente intercambiable entre particulares punto a punto (*P2P*) a un valor nominal constante. Conviene distinguir esta iniciativa de otras que, con el visto bueno de las autoridades monetarias, han sido lanzadas por bancos privados como monederos para favorecer la sustitución de efectivo por medios de pago electrónicos, como el *J Coin* en Japón. Se trata de alternativas no oficiales que no implican una conversión hacia un sistema digital oficial común.

Los beneficios potenciales de las *CBDC* pueden ser muy importantes, en la medida en que ayuden a avanzar a una sociedad sin efectivo, disminuyendo sustancialmente los costes de los sistemas de pago y de intercambio, al tiempo que el fraude. Pero también implican retos importantes, como los cambios en las bases monetarias y en la instrumentación de la política de los bancos centrales o la tasa adecuada de sustitución de medios digitales por físicos que no cause disrupciones en el sistema.

## Reflexión final: el futuro de los criptoactivos

No resulta sencillo establecer cuál será el devenir de los criptoactivos. Hasta el momento, las cifras son extraordinariamente llamativas, ya que las criptomonedas están moviendo ya un dinero virtual que se aproxima rápidamente hacia el medio billón de dólares. Asimismo, es reseñable que se hayan producido ofertas iniciales de estos activos (*ICOs*) que superan ya los 2.300 millones de dólares en todo el mundo.

El análisis de este artículo permite situar a España en una posición relativamente modesta en este mercado en términos cuantitativos, pero con una presencia significativa en la generación de proyectos que están atrayendo inversión considerable en el mercado de los *ICOs*.

Por otro lado, en el artículo se expone el debate existente sobre la volatilidad que están mostrando los criptoactivos y la idoneidad de los sistemas de estimación al uso para determinar el valor fundamental de los mismos. Se sugiere que el análisis de precios estándar se complemente con otros que incorporen el coste de producción de los criptoactivos y el valor subyacente de la tecnología. En este punto, es preciso tener en cuenta también en qué medida las bifurcaciones del *software* que soportan estos activos pueden comprometer su escalabilidad y la reducción de costes que es esperable conforme aumenta el número de usuarios.

Finalmente, en el desarrollo de los criptoactivos parece que va a ser determinante el papel de los bancos centrales y los supervisores. Por un lado, en la medida en que puedan ejercer sus funciones de vigilancia y control respecto a los mismos y alertar a los usuarios en los casos en que pueda existir fraude o un entorno no adecuado para las inversiones minoristas. Por otro lado, tanto o más relevante, en la medida en que puedan desarrollar sus propias monedas digitales (*CBDC*) y establecer una alternativa digital al efectivo, que propicie una reducción de los costes del sistema de pagos y del fraude fiscal. En todo caso, se trata de un desafío que no puede abordarse de la noche a la

mañana por sus implicaciones técnicas y por su gran relevancia para la estabilidad financiera.

## Referencias

HAYES, A. S. (2017), "Cryptocurrency value formation: An empirical study leading to a cost of production model

for valuing bitcoin", *Telematics and Informatics*, 34: 1308–1321.

SHILLER, R. J. (2014), "Speculative asset prices", *American Economic Review*, 104: 1486-1517.

WEBER, B. ( 2016), "Bitcoin and the legitimacy crisis of money", *Cambridge Journal of Economics*, 40: 17–41.



# La irrupción del *sandbox* regulatorio: propuestas para las *fintech* españolas

Rodrigo García de la Cruz\*

**El término *sandbox* (caja de arena) es uno de los más utilizados en los entornos *fintech* y de banca digital, ya que posiblemente supone una de las mejores soluciones para permitir que la innovación financiera se acelere, a la vez que se controlan sus riesgos evitando que afecten al consumidor final. El *sandbox*, que puede definirse como un entorno de pruebas controlado o espacio seguro de pruebas para proyectos innovadores que se encuentran en estados iniciales de desarrollo, ya funciona con éxito en varios países como Reino Unido, Singapur, Abu Dhabi o Suiza. España está a punto de ponerlo en marcha.**

## Motivación

La regulación bancaria es hoy en día ubicua. Y coincide con múltiples oportunidades y desafíos ligados a la información y el tratamiento de datos. Sin embargo, también hay riesgos asociados a cuestiones sensibles como ciberataques, blanqueo de capitales o, en algunos casos, suplantación de la identidad digital. Esto ha obligado a innumerables empresas financieras y no financieras a destinar grandes volúmenes de recursos para garantizar la seguridad de los datos y su riguroso cumplimiento normativo. Desde entonces, la cantidad de nuevas leyes, marcos regulatorios y cumplimientos normativos ha crecido sustancialmente. Asimismo, los súbitos cambios geoestratégicos que se producen –como las acciones proteccionistas del gobierno de Trump o el *brexit*– han generado cambios adicionales en regulación que afectan profundamente al sector empresarial y financiero. Esta situación conlleva un alto coste y complicación de procesos regulatorios.

Estimaciones recientes<sup>1</sup> sugieren que las instituciones financieras requerirán una media del 10% al 15% de su plantilla dedicada a estas áreas de cumplimiento normativo y seguridad. Grandes bancos, como HSBC, Deutsche Bank y JPMorgan, gastan alrededor de 1.000 millones de dólares al año en *compliance* y controles regulatorios. A pesar de ello, la suma de las multas que algunas entidades han pagado a los reguladores desde la crisis de 2008 supera los 321.000 millones de dólares.

Según el *RegTech Supplier Report*<sup>2</sup> se han publicado unos 50.000 documentos regulatorios en el G-20 desde 2009, que conllevan una media de 45 nuevos documentos cada semana. Solamente MiFID II ha generado 30.000 páginas de texto regulatorio.

## Regulación vs. innovación

El marco regulatorio poscrisis es más exigente y esto se ha dejado notar especialmente entre las

\* CEO de Finnovating.

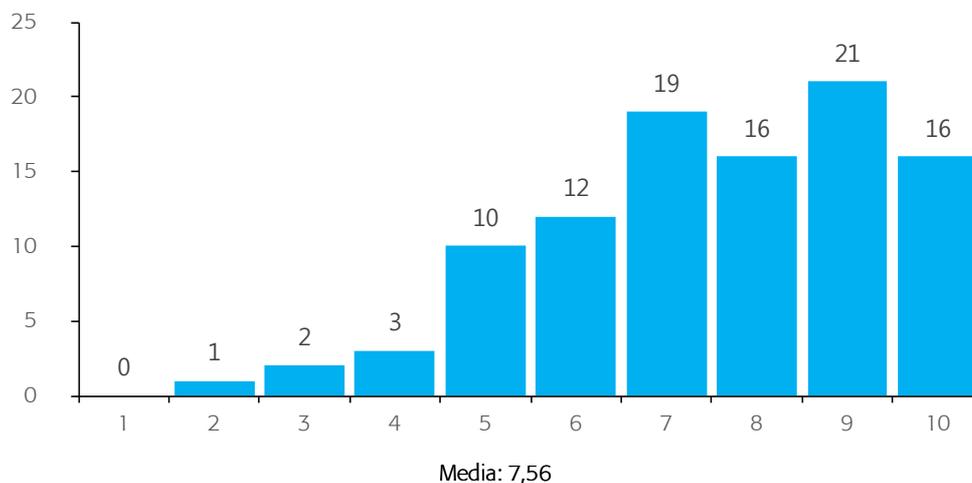
<sup>1</sup> <https://www.ft.com/content/fd80ac50-7383-11e6-bf48-b372cdb1043a>

<sup>2</sup> <http://www.marketfintech.com/regtech-report-2017-2/>

Gráfico 1

**Grado de regulación del sector financiero español**

(En porcentaje)



Fuente: Barómetro de Innovación Financiera, ODF.

entidades financieras. Así lo aprecian los propios directivos según los datos del *I Barómetro de Innovación Financiera*<sup>3</sup> desarrollado por Funcas y Finnoving: el 37% de los encuestados consideran que el sector financiero se encuentra muy sobre regulado (representado por los valores 9 y 10 de las votaciones en una escala de 1 a 10), y un 35% consideran que se encuentra notablemente sobre regulado (7-8). Por el contrario, solo un 3% consideran que esta infraregulado (1-3). Véase el gráfico 1.

El aumento de la regulación puede ralentizar el proceso de innovación de un sector o de un país, al crear cierta incertidumbre en aquellas innovaciones que no se encuentran sujetas a ninguna regulación existente en el momento de su aparición.

**Qué es un *sandbox* y qué solución**

El término *sandbox* (caja de arena) es uno de los más utilizados en los entornos *fintech* y de

banca digital, ya que posiblemente supone una de las mejores soluciones para permitir que la innovación financiera se acelere, a la vez que se controlan sus riesgos evitando que afecten al consumidor final.

*Un sandbox es un espacio de pruebas regulatorio en el que las fintech e insurtech que se encuentran en estados iniciales de proyectos innovadores pueden emprender su actividad, bien bajo la modalidad de exención, para las que podrían situarse bajo el paraguas regulador con la normativa actual, bien bajo la modalidad de no sujeción, para quienes aún no están expresamente regulados precisamente por su carácter innovador.*

La mejor y más sencilla definición es aquel entorno controlado o espacio seguro de pruebas en el que las *startups*, *fintech*, o entidades que se encuentran en estados iniciales de desarrollo de

<sup>3</sup> [www.funcas.es/\\_obsdigi/\\_DownloadContent\\_.aspx?Id=1150](http://www.funcas.es/_obsdigi/_DownloadContent_.aspx?Id=1150)

proyectos innovadores pueden emprender su actividad bien bajo la *modalidad de exención*, para el caso de actividades que sí pueden situarse bajo el paraguas del regulador con la normativa actual, o bien bajo la *modalidad de no sujeción*, para el caso de actividades que aún no están expresamente reguladas por su carácter innovador, por ejemplo las *Initial Coin Offering (ICO)*, operaciones con criptomonedas o *tokenización* de activos, entre otras.

El *sandbox* tiene como objetivo promover una competencia más efectiva en interés de los consumidores al permitir que las empresas prueben productos, servicios y modelos comerciales innovadores en un entorno de mercado real, al tiempo que se aseguran de que existan salvaguardas y garantías adecuadas.

## Los diez beneficios del *sandbox*

Para entender el potencial de un *sandbox* para un país como España hay que analizar los beneficios que este aporta. Aquí se resumen las principales diez aportaciones:

1. *Desarrollo de la innovación y creación de empleo*  
Permite tener un entorno de trabajo donde se puedan lanzar de forma controlada nuevos modelos de negocio financiero o de seguros que sean intensivos en el uso de datos y nuevas tecnologías para obtener soluciones innovadoras y más eficientes para los clientes.
2. *Actualización legislativa*  
Este instrumento permitirá tener un entorno para la observación de cómo los marcos regulatorios deben adaptarse a los cambios que el sector *fintech* necesita para no parar la innovación.
3. *Minimización de riesgos*  
Es un instrumento óptimo para que los supervisores puedan tener cerca las últimas innovaciones y se desarrolle un aprendizaje mutuo sobre los riesgos y oportunidades de la aplicación de nuevas tecnologías a los nuevos modelos de negocio.
4. *Reducción de costes*  
La reducción de costes y del tiempo de lanzamiento al mercado de los productos y servicios innovadores de *fintech* e *insurtech*.
5. *Atracción de inversiones*  
El *sandbox* ayuda a posicionarse en el circuito internacional de inversiones extranjeras en sectores innovadores, destacando países como Reino Unido, Australia, Japón, Canadá, Hong Kong o Singapur.
6. *Fomento de la competencia*  
Al reducir inicialmente el cumplimiento de las reglas establecidas y mejorar las barreras de entrada a las actividades, favorecerá el aumento de la competencia, redundando en la mejora de los productos y servicios puestos a disposición del consumidor final.
7. *Beneficios para los clientes e inclusión financiera*  
Con el *sandbox* se facilitaría la entrada al mercado de nuevas compañías, todo ello en beneficio para el cliente final. Por ejemplo, con más y mejores productos y servicios, rebaja de los precios o innovación tecnológica. Además proporcionaría un mejor acceso a la financiación de los clientes y al desarrollo de la inclusión financiera para aquellos estratos más excluidos.
8. *Retención de talento*  
Hoy en día muchos emprendedores eligen el lugar donde lanzar sus *startups* en función de la facilidad de la puesta en marcha de su modelo de negocio, evaluando en primera estancia las licencias y los marcos regulatorios. Un *sandbox* puede evitar la salida de talento emprendedor de un país.

## 9. Atracción de innovación

La puesta en marcha de uno de los primeros *sandbox* dentro de la Unión Europea puede atraer a *startups* de otros Estados miembros que no cuenten con marcos regulatorios tan atractivos.

## 10. Hub financiero europeo y latinoamericano

En este sentido, la Asociación Española de FinTech e InsurTech (AEFI), que ha sido la primera en poner en marcha una alianza de asociaciones *fintech* que representan a más de 20 países, está trabajando en crear un decálogo para un *sandbox* iberoamericano.

## Modelos de *sandbox*

### Modalidad de exención

El *sandbox* permitiría, bajo la modalidad de exención, que las entidades *fintech* e *insurtech* disfruten de un periodo de pruebas en el que puedan ir alcanzando los requisitos de obtención ordinaria de una licencia, para operar, por ejemplo, en el mercado de valores, bancario, servicios de pago o asegurador (tales como requisitos de capital, solvencia, gobierno corporativo, etc.) gradual y progresivamente. De esta manera no se les exigiría el cumplimiento de todos estos requisitos al inicio, lo que podría suponer un claro obstáculo para la viabilidad económica y la supervivencia de muchas de estas empresas, sino en sucesivos estados graduales a medida que vayan alcanzando un cierto estado de madurez. La innovación sería un factor esencial para la aplicación de la exención.

### Modalidad de no sujeción

Por otro lado, bajo la modalidad de no sujeción, el *sandbox* permitiría que las entidades *fintech* e *insurtech* que realicen actividades no expresamente reguladas hasta la fecha (por ejemplo *ICOs*, neobancos o intermediación de criptoactivos) empiecen a probar sus productos en un espacio de pruebas seguro o controlado, permitiendo así lanzar este tipo de productos y servicios innovado-

res al mercado con el respaldo de los reguladores y con el consiguiente beneficio para el cliente final y para el propio mercado, aportando una mayor seguridad jurídica y confianza.

## Un *sandbox* para España

La implantación de un *sandbox* en España implicaría múltiples ventajas para el desarrollo del sector *fintech* e *insurtech* destacando, entre ellas, las que aquí avanzamos.

En primer lugar, desde una perspectiva exclusivamente centrada en los beneficios reportados al sector *fintech* e *insurtech*, es indudable que contar con una regulación adaptada y proporcional a las necesidades de entidades que se encuentran en estados primigenios de desarrollo o maduración, puede suponer tanto un revulsivo a su creación, como un abaratamiento de costes y tiempo en el lanzamiento al mercado de los productos y servicios de dichas entidades.

Uno de los primeros obstáculos a los que se enfrentan las entidades *fintech* es, precisamente, el complejo sistema burocrático tan difícil de navegar en los primeros compases de vida de estas nuevas entidades. Un entorno de pruebas controlado ayudaría a aligerar la carga burocrática y, también, a proporcionar seguridad jurídica a aquellas entidades que pretenden operar en el mercado pero desconocen la regulación financiera tradicional.

Hay, por tanto, razones que van más allá del exclusivo beneficio individual para las entidades *fintech* o *insurtech*, e incluso para los clientes que puedan contratar con estas compañías, es decir, argumentos de interés público.

La implementación del *sandbox* puede permitir que algunas de las empresas *fintech* e *insurtech* disfruten del periodo de pruebas para que puedan ir alcanzando los requisitos de obtención de una licencia ordinaria gradual y progresivamente. De esta manera no se les exigiría el cumplimiento de todos estos requisitos al inicio.

## Implementación

*Atribución de facultades a los reguladores / supervisores españoles (Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, Banco de España, CNMV).*

Para la puesta en marcha del *sandbox* en España, el real decreto ley que lo regule, junto con su reglamento o reglamentos de desarrollo, deberá atribuir facultades a los reguladores existentes para la tramitación, supervisión y regulación de las entidades beneficiarias de una licencia *sandbox*.

---

*Con la aprobación de la licencia *sandbox*, la entidad entra en una fase experimental donde puntualmente va informando al supervisor de los avances realizados. Además, debe notificar a sus clientes que el servicio financiero ofrecido está en ese momento operando dentro del marco del *sandbox*, así como de los riesgos que ello conlleva.*

---

En este sentido, y según muestra la Propuesta de *sandbox* de la AEFI, publicada en marzo de 2018, el papel del supervisor podría circunscribirse a cuatro fases que se llaman (i) de solicitud, (ii) de evaluación, (iii) experimental y (iv) posexperimental o de salida.

### ■ Fase de solicitud

El supervisor revisará la solicitud de licencia *sandbox* e informará al solicitante respecto de su admisibilidad o no dentro de un periodo de tiempo que no debería superar el mes desde la presentación de la solicitud.

### ■ Fase de evaluación

Una vez superada la fase de solicitud, se evaluarán específicamente la complejidad y los elementos de análisis aportados por la entidad *fintech*, dando la posibilidad al solicitante de subsanar los errores o falta de informa-

ción de los que pudiera adolecer la solicitud de la entidad.

La fase de evaluación terminará con resolución del órgano supervisor mediante la que se pronunciará sobre la concesión o no de la licencia *sandbox*. En cualquier caso, cuando la fase de evaluación finalice con la denegación de la solicitud, se le debería indicar a la entidad solicitante qué criterios y/o requisitos no cumple, posibilitando con ello la presentación de una nueva solicitud que cumpla con los requisitos indicados.

La concesión de la licencia *sandbox* también podría estar condicionada al cumplimiento, por parte de la entidad solicitante, de una serie de requisitos que, a fecha de concesión de la licencia no se cumplen pero que, en el corto período de tiempo, podrían ser satisfechos por la entidad solicitante.

### ■ Fase experimental

Con la aprobación de la licencia *sandbox*, la entidad entrará en la fase experimental o propiamente de *sandbox*, donde irá puntualmente informando al supervisor de los avances realizados. Además, la entidad deberá informar y notificar a sus clientes que el servicio financiero ofrecido está en ese momento operando dentro del marco del *sandbox*, así como de los riesgos que ello conlleva.

La fase experimental (que podría durar de 12 a 36 meses para negocios *business to consumer*, B2C, hasta los 48 o 56 meses en negocios *business to business*, B2B) terminará cuando la entidad supere alguno de los umbrales establecidos (en cuanto a número de clientes o facturación, por ejemplo) o por el transcurso del propio periodo experimental o de pruebas. Sin embargo, para aquellas actividades o entidades *fintech* o *insurtech* que no se encuentren aún reguladas al finalizar el periodo del *sandbox* se podrán conceder prórrogas sucesivas o indefinidas de permanencia en el *sandbox* por la autoridad supervisora competente.

### ■ Fase posexperimental o de salida

Al llegar al término del periodo del *sandbox*, la licencia concedida por el supervisor caducará, y la entidad que gozaba de dicha autorización deberá salir del *sandbox*. A este respecto, se podría articular la posibilidad de que dicho periodo se vea prorrogado, siempre que, con el plazo de antelación de un mes a la fecha de caducidad del *sandbox*, se solicitara al supervisor tal prórroga y se le presenten razones suficientes para concederla. La concesión de dicha extensión dependería de la decisión adoptada por el supervisor en cada caso, la cual será final e irrecurrible.

Transcurrido el tiempo de concesión de la licencia, las entidades podrían empezar a promover los servicios financieros probados en el *sandbox* a mayor escala, siempre que:

- tanto el supervisor como la entidad del *sandbox* concuerden en que los resultados esperados han sido alcanzados,
- la entidad del *sandbox* esté capacitada para cumplir con todos los requisitos legales y regulatorios.

Los solicitantes exitosos deben presentar un informe final que resuma los resultados de la prueba antes de la transición fuera de la caja de arena.

## Análisis geoestratégico. Buenas prácticas internacionales y lecciones aprendidas

### Reino Unido

Reino Unido fue el primer país en establecer un *sandbox* a nivel mundial. Para ello en noviembre de 2015 publicó un informe para apoyar el objetivo de la Financial Conduct Authority (FCA) de promover la competencia efectiva en interés de los consumidores.

En ese informe estableció los beneficios potenciales de un *sandbox* que tendrían como objetivo:

- reducir el tiempo y, potencialmente el coste de llevar ideas innovadoras al mercado,
- permitir un mayor acceso a la financiación para los innovadores, al reducir la incertidumbre regulatoria,
- permitir que más productos fueran probados y, por lo tanto, potencialmente introducidos en el mercado,
- permitir que la FCA trabajara con *fintechs* para garantizar que se incorporen garantías de protección al consumidor en los nuevos productos.

La iniciativa presentada en noviembre de 2015 entró finalmente en vigor en junio de 2016, cuando se abrieron por primera vez la fase de las candidaturas.

### Progreso del *sandbox* británico

El primer año de funcionamiento sugiere que el *sandbox* ha tenido éxito en el cumplimiento de su objetivo general. El acceso a la experiencia regulatoria que ofrece *sandbox* ha reducido el tiempo y el coste de llevar ideas innovadoras al mercado.

---

*El primer año de funcionamiento del sandbox en Reino Unido sugiere que ha tenido éxito en el cumplimiento de su objetivo general. El acceso a la experiencia regulatoria que ofrece el sandbox ha reducido el tiempo y el coste de llevar ideas innovadoras al mercado.*

---

La retroalimentación directa de los participantes, tanto durante las pruebas como después de las pruebas en sus informes finales, indica que este aspecto del programa *sandbox* ha sido muy valioso para ayudarles a comprender cómo se les aplica el marco regulatorio, acelerando su ruta al

mercado y reduciendo los gastos para acceder a la actividad.

### El *sandbox* británico en cifras

Según la información recogida del informe *Regulatory Sandbox Lessons Learned Report* del pasado mes de octubre de 2017 de la FCA, cabe destacar las siguientes conclusiones:

- El 75% de las empresas aceptadas en la primera cohorte han completado con éxito las pruebas.
- Alrededor del 90% de las empresas que completaron las pruebas en la primera cohorte continúan hacia un lanzamiento de mercado más amplio.
- La mayoría de las empresas emitidas con una autorización restringida para su examen han obtenido una autorización completa después de la finalización de sus pruebas.
- Al menos el 40% de las empresas que completaron las pruebas en la primera cohorte recibieron inversiones durante o después de sus pruebas.
- Han facilitado un número significativamente mayor de pruebas de las inicialmente previstas, que cubren una amplia gama de sectores y productos.

### ¿Quiénes participaron?

Durante las dos primeras ediciones del *sandbox* británico, se recibieron solicitudes de 146 firmas y se apoyaron a 50 de ellas en el diseño, implementación y supervisión de sus pruebas. No todas han progresado para probar sus soluciones en el *sandbox*, ya que nueve empresas no pudieron hacerlo por distintas razones.

### Desglose del sector

Los sectores más activos en estas ediciones fueron por orden los siguientes: banca minorista,

seguros generales, venta al por mayor, inversiones minoristas y préstamos minoristas.

El *sandbox* fomenta las aplicaciones de todos los sectores, sin embargo, la mayoría de las empresas que realizaron pruebas en las dos primeras ediciones provenían del sector bancario minorista.

### Desglose regional

Según este informe, la mayoría de las firmas de *sandbox* en las dos primeras ediciones tienen su sede en Londres. Sin embargo, esta tendencia parece estar cambiando. Aproximadamente el 35% de las empresas que realizan pruebas en la segunda edición se encuentran fuera de Londres, lo que representa un marcado aumento en comparación con las empresas de la primera edición. Las solicitudes para el *sandbox* provenían de todo el Reino Unido, incluidas Escocia, East Midlands y el sureste de Inglaterra. También se recibieron solicitudes de empresas establecidas fuera del Reino Unido en países como Canadá, Singapur y los Estados Unidos.

Esto indica la capacidad de atracción de talento internacional y el geoposicionamiento estratégico del país que tiene este instrumento en marcha.

### Tamaño de las empresas

El *sandbox* proporciona apoyo a empresas innovadoras, independientemente de su tamaño o madurez. Sin embargo, está claro que el *sandbox* ha sido más popular entre las empresas de nueva creación y las que aún no están autorizadas por la FCA. Cabe destacar que más del 83% de los participantes fueron *startups*, siendo la grandes y medianas empresas el resto de los que accedieron al este instrumento.

### Nuevos usos de las tecnologías

Las tecnologías pueden desempeñar un papel clave en la entrega de productos y servicios innovadores que pueden mejorar los productos dis-

ponibles actualmente. Esto puede ser mejorando la calidad o reduciendo el precio de las ofertas, o aumentando el acceso para los consumidores. Veamos a continuación la tecnología DLT, comúnmente entendida como *blockchain*.

*Distributed Ledger Technology (DLT)* es una tecnología en rápido desarrollo con un potencial emocionante para permitir a las empresas satisfacer las necesidades de los consumidores y el mercado de manera más efectiva. Las *DLT* como *blockchain* se pueden usar para reducir costes, mejorar la seguridad y la confianza entre los grupos de participantes y permitir que los servicios se presten a mayor velocidad.

Algunas firmas acogidas por el *sandbox* británico han empezado a utilizar esta tecnología para sus procesos internos, mejorando la eficiencia de sus operaciones y generando ahorros en costes.

### Singapur

La Autoridad Monetaria de Singapur también ha instaurado la figura del *sandbox* regulatorio para dar una mayor flexibilidad a la hora de poner a prueba los productos *fintech*, aumentando así la probabilidad de que éstos accedan a mercados, tanto en Singapur, como en el resto del mundo.

Para ello, las instituciones financieras y otras entidades interesadas pueden solicitar el acceso al *sandbox*, con el fin de experimentar dentro del proceso de producción con servicios financieros innovadores. Todo ello, al igual que en los casos británico y australiano, dentro de un marco y una duración predeterminados y adaptados a cada supuesto.

### Suiza

El Consejo Federal Suizo (SFC) también ha sido uno de los primeros en tomar la iniciativa de llevar a cabo un *sandbox* para reducir las barreras de entrada para empresas financieras disruptivas, referidas como *fintechs*.

Como ha defendido el SFC, las regulaciones excesivas pueden destruir la creatividad y la inno-

vación en cualquier mercado. Con demasiada frecuencia, los políticos y los creadores de políticas hacen lo que creen que es correcto al crear reglas sobre la regulación que intentan proteger a las personas de ellos mismos. Lamentablemente, el efecto neto puede ser una economía reprimida y un bajo crecimiento del empleo. A pesar de que la regulación es extremadamente importante y necesaria, se debe ser cuidadoso con la forma de elaborar nuevas reglas. Suiza afirma correctamente que un "sistema de *fintech* dinámico puede contribuir significativamente a la calidad del centro financiero de Suiza y aumentar su competitividad".

### Abu Dhabi

La Autoridad Reguladora de Servicios Financieros (FSRA) del Mercado Global de Abu Dhabi establece su propuesta de un "Laboratorio Regulatorio" (RegLab), un marco adaptado que permite a las empresas que implementan tecnología innovadora en el sector de servicios financieros llevar a cabo sus actividades en un entorno controlado y rentable.

Como primera iniciativa de este tipo en la región de Medio Oriente y el Norte de África, el RegLab ha sido formulado específicamente para atender los riesgos y requisitos únicos de los participantes de *fintech* e incorpora una amplia retroalimentación de partes interesadas locales y globales clave. El RegLab propuesto continúa promoviendo el objetivo de FSRA en el desarrollo de un sector de servicios financieros estable y sostenible en Abu Dhabi, al tiempo que fomenta la innovación dentro de parámetros limitados por salvaguardas reguladoras proporcionadas por el riesgo.

El Mercado Global de Abu Dhabi (ADGM) ha admitido recientemente un nuevo grupo de nuevas empresas *fintech* a su Laboratorio de Regulación (RegLab). Las once firmas *fintech* locales e internacionales elegidas trabajarán en el marco de la FSRA, una de las tres autoridades independientes del ADGM, para desarrollar y probar sus productos dentro de un entorno controlado de "espacio aislado".

Mapa 1

Mapa de *sandbox* mundiales

Fuente: Mapa Mundial de *Sandbox* Regulatorios establecidos y emergentes de *Innovate Finance* de Reino Unido, (<http://industrysandbox.org/regulatory-sandboxes/>).

## Situación actual en España

Es previsible que España dé un mayor desarrollo legislativo a los *sandbox*. A principios de abril, el propio Ministerio de Economía anunció la próxima implantación de un banco de pruebas regulatorio o *sandbox* en España, con el objetivo de facilitar la innovación y el desarrollo en los servicios financieros.

*El desarrollo legislativo de un sandbox situaría a España a la cabeza del estímulo de la innovación financiera, ya que son muy pocos los países que han puesto en marcha un marco de pruebas para mejorar la regulación financiera.*

De este modo, el objetivo es que España pueda estar a la cabeza en el estímulo de la innovación

financiera, existiendo una importante ventana de oportunidad, ya que son muy pocos los países que han puesto en marcha un marco de pruebas para mejorar la regulación financiera, pudiendo ser uno de los pioneros en Europa continental y Latinoamérica. Aunque esta oportunidad es limitada en el tiempo, puesto que países como Francia, Italia, México o Brasil están trabajando muy intensamente para lanzar su propio *sandbox*.

Además, cada vez más se oye hablar de *sandbox* internacionales, como el que Reino Unido ha propuesto en su publicación *Fintech Sector Strategy Report* de marzo de 2018. Y también se discute la posibilidad de establecer un *sandbox* europeo, algo que cada día toma más fuerza aunque no parece que se vaya a producir en el corto plazo. En cualquier caso, la oportunidad existe para aquellos países con más determinación en su puesta en marcha y apoyo a la innovación financiera.



## Nuevas coberturas y normas contables: efectos sobre los activos problemáticos de la banca española\*

José García Montalvo\*\*

**La entrada en vigor de la nueva normativa contable IFRS 9 y los nuevos requerimientos de cobertura para los activos improductivos de la banca son un claro incentivo para reducir el peso de los activos problemáticos del sector. En España se ha producido una reducción del 46% en los activos problemáticos desde diciembre de 2013 y, a juzgar por los planes estratégicos de los bancos españoles y por las carteras que ya están disponibles, el mercado volverá a ser muy activo en 2018. Sin embargo, existe preocupación por el impacto sobre los precios inmobiliarios de la salida al mercado de gran número de inmuebles, adquiridos por los fondos a finales de 2017, lo que podría dificultar la fijación de un precio que satisfaga las expectativas tanto de compradores como de vendedores. La mejora de las previsiones económicas, por el contrario, puede favorecer las ventas de préstamos dudosos.**

Es evidente que mantener una elevada proporción de activos improductivos (*NPA*) genera problemas de rentabilidad en las entidades financieras. Los activos improductivos deben provisionarse, financiarse y gestionarse para su potencial recuperación. Todos estos factores pesan en la cuenta de resultados de los bancos, especialmente en un periodo de tipos de interés muy bajos como el actual. La preocupación de los reguladores y los superviso-

res financieros europeos por el volumen de activos improductivos de los bancos no es nueva. En la decisión de capital del Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora (*SREP*, por sus siglas en inglés) de hace dos años, y en base a los activos improductivos a diciembre de 2015, el Banco Central Europeo (BCE) estableció unos criterios para exigir a muchas entidades que presentaran un plan estratégico de gestión de activos improductivos<sup>1</sup>.

\* El autor agradece los comentarios de Pablo Triñanes y el soporte del programa ICREA-Academia así como el proyecto ECO2017-82696 del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

\*\* Catedrático de Economía de la Universitat Pompeu Fabra. ICREA-Academia Fellow. Research Professor (Barcelona GSE e Ivie).

<sup>1</sup> El 8 de marzo de 2018 la Autoridad Bancaria Europea (*EBA*) inició una consulta pública sobre directrices relativas a la gestión de exposiciones dudosas y refinanciadas dirigida a conseguir una reducción significativa de las exposiciones dudosas. Un aspecto destacado es la exigencia, para entidades que tengan niveles elevados de exposiciones dudosas (créditos dudosos por encima del 5%), de establecer un plan estratégico para reducir dichas exposiciones así como una estructura de gobernanza y un marco operativo adecuado para gestionar el proceso.

Sin embargo, desde mediados de 2017 esta preocupación se ha mostrado con mucha claridad en forma de nueva normativa destinada a presionar a los bancos europeos para que den salida rápida a los activos improductivos. El objetivo último de la normativa es crear los incentivos para la gestión temprana de préstamos improductivos (*NPL*) y, caso de que se produzca su acumulación, la venta en mercados secundarios. De esta forma el *Action Plan to Tackle Non-Performing Loans in Europe* anunciado por la Comisión Europea en julio de 2017 plantea una serie de propuestas para forzar a las entidades financieras a reducir el riesgo de mantener un elevado nivel de exposiciones deterioradas en el futuro. Aunque el plan presenta multitud de propuestas, existen tres aspectos particularmente destacables: la propuesta de una cobertura mínima común para los activos improductivos mediante una modificación del Reglamento de Requerimientos de Capital (*CRR*, por sus siglas en inglés), el desarrollo de mercados secundarios para negociar activos improductivos con el objetivo de mantener su valor de mercado incluso en casos de estrés, y una guía para la creación de sociedades de gestión de activos (*AMC*) o "bancos malos". En este artículo nos centraremos en el efecto de la modificación del Pilar I de la *CRR* y la expectativa supervisora del BCE (Pilar II) sobre niveles de cobertura de las exposiciones improductivas planteadas en las guías publicadas por el BCE.

Esta nueva normativa supone la necesidad de elevar las coberturas para activos improductivos generando incentivos para su gestión eficiente o su venta en caso de acumulación. Es importante constatar que estas acciones coinciden temporalmente con la implantación de la nueva norma IFRS 9<sup>2</sup> que generaba preocupación en cuanto al afloramiento de un volumen adicional de dudosos que impactarían en la rentabilidad del sector financiero europeo. Las previsiones apuntaban a que se produciría un incremento del 11% en la banca europea. En el caso español la situación era algo diferente, pues la adopción de la circular 4/2016 acercó la normativa española al FINREP. De esta forma desaparece la

categoría de riesgo subestándar para pasar a considerarse la categoría de vigilancia especial dentro de los riesgos normales. Esta nueva tipología tiene una correspondencia bastante cercana con lo que IFRS9 considera como *stage 2*. De la misma forma, el anejo IX actualiza la distinción entre riesgo dudoso y normal separando entre exposiciones con y sin incumplimiento (*non performing y performing*) de nuevo en línea con el FINREP. Estas modificaciones son uno de los factores que explican la menor incidencia de IFRS9 en el volumen de activos improductivos de la banca española, como se desarrolla con posterioridad.

Además existe una cierta interacción entre la nueva normativa contable y el deseo de los reguladores de acelerar la reducción de las exposiciones improductivas de los bancos. Algunos bancos, especialmente italianos y griegos con altos niveles de activos problemáticos, parece que están adelantando coberturas aprovechando las ventajas de la transición de cinco años, establecida por la Comisión Europea (CE), para que las nuevas coberturas impacten en el capital. Los bancos italianos han contabilizado 10.700 millones en coberturas por pérdidas esperadas mientras que los griegos y chipriotas podrían alcanzar los 3.500 millones<sup>3</sup>. Estas coberturas adicionales incentivan la aceleración de la reducción de los activos improductivos aunque también parece que han generado cierta preocupación en el BCE por su contabilización diferida.

## Activos improductivos en la banca europea y nueva normativa

La crisis financiera de 2008 ha dejado un sustancial legado de activos improductivos en la banca europea que dificulta su vuelta a niveles de rentabilidad aceptables, teniendo en cuenta el coste del capital, en un contexto de tipos de interés históricamente muy bajos. El gráfico 1 muestra la evolución entre junio de 2015 y diciembre de 2017 del volumen de créditos improductivos en los países de la UE. Destacan Grecia y Chi-

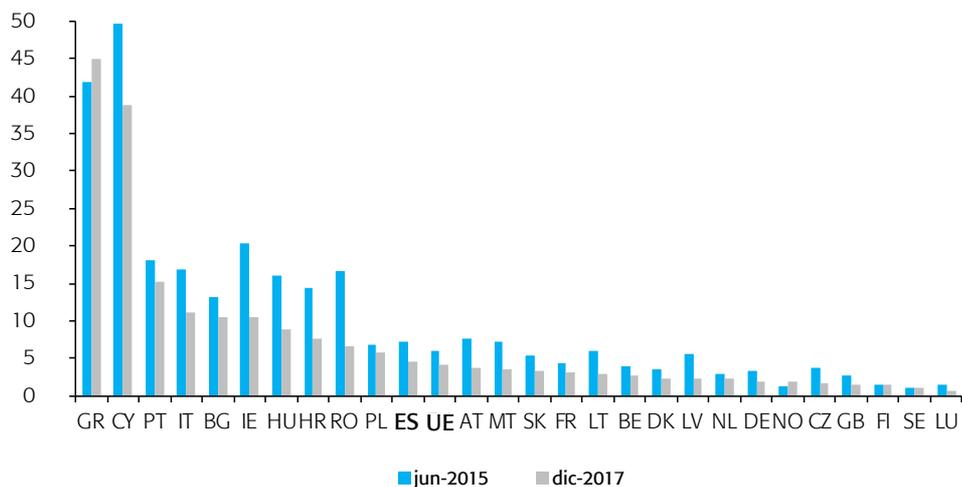
<sup>2</sup> Implantada a partir de enero de 2018 reemplazando el marco IAS 39, aunque algunas entidades empezaron a calcular sus provisiones bajo el marco IFRS9 a partir del segundo semestre de 2017.

<sup>3</sup> Según estimaciones de Autonomous Research.

Gráfico 1

### Proporción de créditos improductivos por países

(En porcentaje)



Fuente: Autoridad Bancaria Europea y elaboración propia.

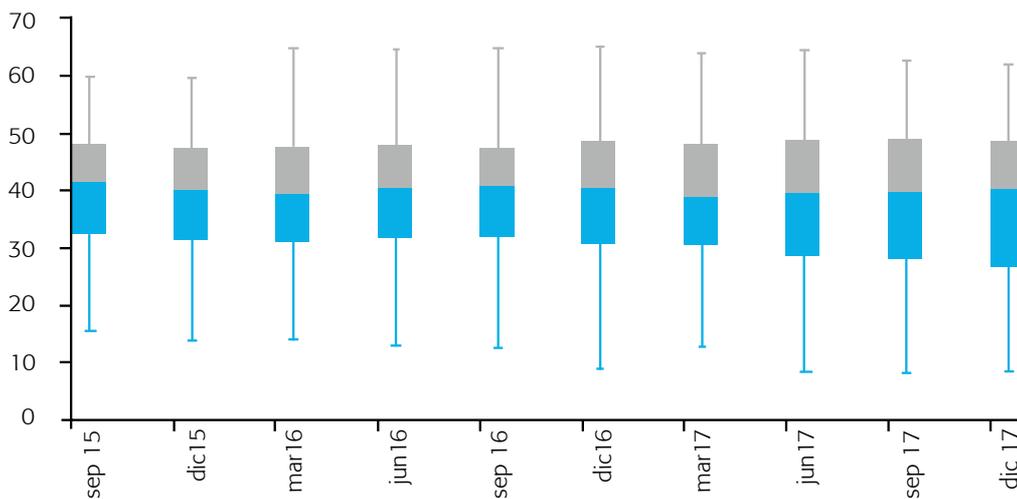
pre con proporciones superiores al 35% aunque en Chipre, a diferencia de Grecia, el volumen de créditos improductivos está cayendo mientras en Grecia continúa aumentando. El sector financiero español se sitúa muy cercano a la media de la Unión Europea (UE) con una reducción superior a la observada en el conjunto de países de la UE.

Uno de los objetivos principales de la nueva normativa sobre activos improductivos es homogeneizar las provisiones estableciendo una cobertura mínima sobre las exposiciones improductivas que aplique a todas las entidades. El gráfico 2 muestra los intervalos intercuartílicos para la cobertura en los distintos países de la UE. La parte supe-

Gráfico 2

### Dispersión de la cobertura de créditos improductivos por países

(En porcentaje)



Fuente: Autoridad Bancaria Europea.

rior recoge el 95% mientras la parte inferior de cada barra indica el 5%. Los intervalos intercuartílicos (entre el 25% y la mediana y entre esta y el 75%) aparecen en azul y gris, respectivamente. El gráfico 2 muestra cómo la mediana de la cobertura se ha mantenido en torno al 40% pero el intervalo intercuartílico entre el 25% y la mediana se está expandiendo significativamente, y la cobertura que recoge el 95% está bajando. Es particularmente destacable el enorme intervalo entre el 5% y el 95% de la distribución.

Como se señala en la introducción, la presión para aumentar las coberturas se está ejerciendo en dos frentes. Por un lado, la CE propone fijar un nuevo criterio mínimo de cobertura (Pilar I) mientras el BCE establece una expectativa sobre coberturas para el proceso del SREP (Pilar II).

*La presión de la normativa europea para elevar las coberturas de los activos improductivos de la banca, coincidente con la aplicación de la nueva norma contable IFRS 9, que implica el afloramiento de un volumen adicional de dudosos, son un importante incentivo para la aceleración de la reducción de activos improductivos.*

La regulación de la CE es automática y supone la imposición de unas coberturas mínimas incluidas en una modificación de la CRR, mientras que los límites establecidos por el BCE se enmarcan en el diálogo entre entidades y supervisor en el proceso del SREP. Por tanto, no atender estrictamente los requerimientos de coberturas derivados de las guías del BCE puede carecer de implicaciones si se plantea una justificación adecuada.

La mayoría de los análisis sobre las diferencias entre los requerimientos de la CE y el BCE se ha centrado en la llamativa diferencia para la cobertura máxima (100%) para exposiciones con

garantía que se fija en ocho años en la normativa de la CE mientras el BCE fija en siete años el plazo máximo para la cobertura completa de la exposición. No obstante, existen multitud de semejanzas entre ambas y también otras diferencias relevantes. Por ejemplo, el requerimiento se refiere en ambos casos a activos improductivos acumulados con posterioridad a la entrada en vigor de la nueva regulación (nuevas entradas en morosidad), aunque parece lógico que puede interpretarse como un precedente para todas las exposiciones improductivas<sup>4</sup>. Asimismo, la clasificación fundamental de las exposiciones es igual, distinguiéndose entre exposiciones cubiertas o colateralizadas (*secured*), o la parte de la exposición cubierta, y exposiciones no cubiertas o no colateralizadas (*unsecured*), o la parte no cubierta de la exposición. El requerimiento varía en función del plazo de deterioro en ambos casos, aunque la propuesta de la CE distingue entre exposiciones impagadas (*past due*) y de probable impago (*unlikely to pay*). Existen también otras diferencias relevantes. Como se ha señalado anteriormente, la propuesta de la CE es regulatoria y, por tanto, de obligado cumplimiento, mientras que la Guía del BCE proporciona una expectativa para la discusión con el regulador. Además, al ser un requerimiento mínimo plasmado en la CRR, la

Cuadro 1

**Requerimientos en exposiciones no cubiertas**

		1-2 años (%)	Más de 2 años (%)
CE	Impagadas	35	100
	Probable impago	28	80
BCE	Todas	0	100

Fuentes: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

propuesta de la CE es de aplicación a todos los países a los que aplica dicha regulación, mientras que la guía del BCE solo lo es a los que están bajo

<sup>4</sup> Esta similitud tiene varios matices en cuanto al momento de consideración de nueva entrada: el 14 de marzo para la CE y el 1 de abril para el BCE. Además, el BCE considera nueva entrada cualquier exposición que se clasifique como improductiva (sea anterior o posterior a la entrada en vigor), mientras que la CE solo considera las nuevas exposiciones a partir del momento de implantación de la regulación.

el Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por sus siglas en inglés). En general el BCE impone coberturas superiores<sup>5</sup> a los requerimientos de la CE. Para la parte de las exposiciones no colateralizadas, la expectativa del BCE es que se aplique un 100% a partir del segundo año. Por su parte, la propuesta de la CE es aplicar un 100% a partir del segundo año solo para las exposiciones efectivamente impagadas y un 80% para aquellas de impago probable (cuadro 1). Los gráficos 3a y 3b muestran las coberturas para exposiciones colateralizadas en función del plazo de deterioro y de su probabilidad de impago.

Los gráficos 3a y 3b ponen de manifiesto el requerimiento adicional que supone la guía del BCE. Tanto en exposiciones impagadas como en las de pago improbable el BCE requiere una cobertura del 100% en el séptimo año, mientras que la propuesta de la CE solo requiere el 100% en exposiciones cubiertas impagadas por más de ocho años.

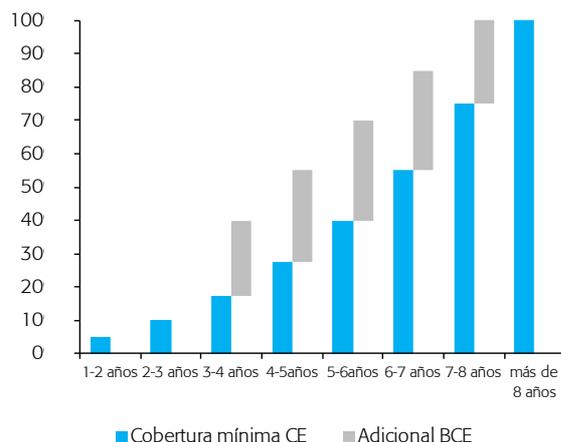
## Nueva regulación y activos problemáticos en España

Los últimos datos sobre activos problemáticos de la banca española muestran claros signos de mejora. Los créditos dudosos en las entidades de depósito bajaron un 16,1% durante 2017 para situarse en 94.175 millones<sup>6</sup>. La proporción de entradas en dudosos durante el año (28,7%) aumentó respecto al comportamiento observado en los tres años anteriores, pero las recuperaciones también fueron proporcionalmente superiores (-31,2%). La reducción de los dudosos por pase a fallidos fue un -13,7% del volumen inicial de dudosos. La contribución a la reducción de dudosos fue especialmente significativa en el caso de las empresas (-20,7%) y, en particular, de aquellas en el sector de construcción y actividades inmobiliarias (-30,6%), que llegó a tener una tasa de morosidad del 37% en diciembre de 2013. La tasa de reducción de los morosos por créditos para adquisición de vivienda descendió a un 4,4%, algo menos que el año anterior. Sin embargo, en el segmento de crédito a los hogares distinto a la adquisición de

Gráfico 3a

### Coberturas para exposiciones cubiertas impagadas

(En porcentaje)

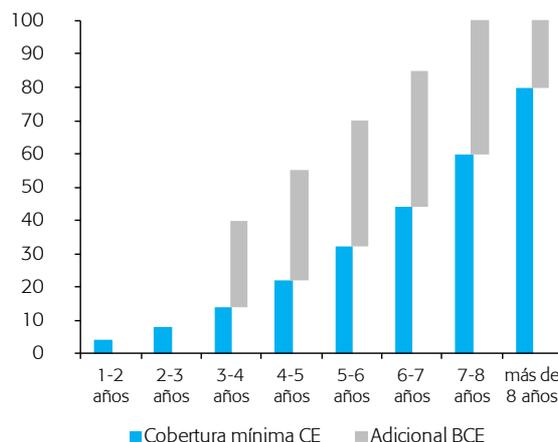


Fuente: BCE y elaboración propia.

Gráfico 3b

### Coberturas para exposiciones cubiertas de probable impago

(En porcentaje)



<sup>5</sup> El máximo se alcanza con un 185% para exposiciones colateralizadas impagadas menos de 90 días entre el tercer y cuarto año.

<sup>6</sup> En febrero de 2018 habían descendido hasta los 92.468 millones.

vivienda, la tasa de variación del crédito moroso ha tenido muy poca variación, observándose aumentos en algunas entidades (Banco de España, 2018).

*Los créditos dudosos en las entidades de depósito bajaron un 16% en 2017, situándose en 94.175 millones de euros. La proporción de entradas en dudosos durante el año (29%) aumentó respecto al comportamiento de los tres años anteriores, pero las recuperaciones también fueron proporcionalmente superiores (-31%). Y la reducción de los dudosos por pase a fallidos fue un -14% del volumen inicial de dudosos.*

Respecto a los activos adjudicados, y como muestra el gráfico 4, se han mantenido muy estables tras el traspaso a Sareb de los activos de las entidades del Grupo 1 y 2, en torno a los 80.000 millones de euros. En el segundo semestre de 2017, y como consecuencia fundamentalmente del ajuste a valor neto de provisiones del importe en libros bruto de los bienes adjudicados del Banco Popular en la fecha de su resolución, y de otros ajustes, se ha producido una significativa disminución que ha reducido el total de activos adjudicados a 58.000 millones. De esta forma los activos problemáticos de las entidades de

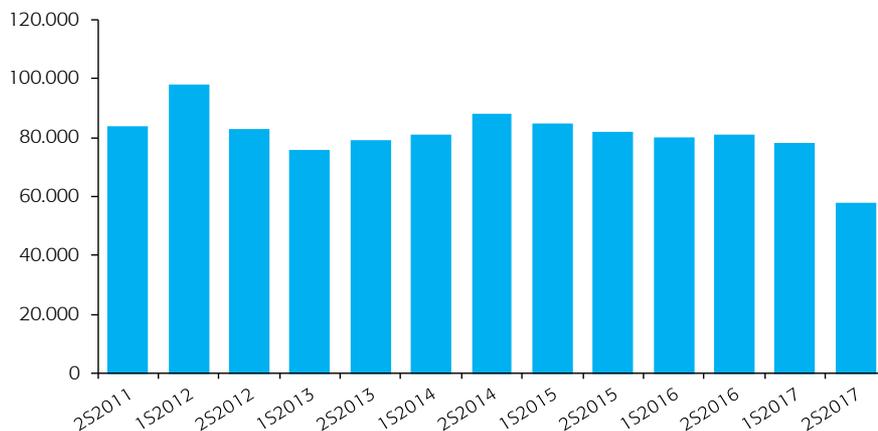
depósito españolas se han reducido de 192.000 millones de finales de 2016 a los 152.000 millones de finales de 2017. Esta cifra, a pesar de su magnitud, contrasta significativamente con los cerca de 280.000 millones de activos problemáticos acumulados en diciembre de 2013. La caída de activos problemáticos desde esa fecha se sitúa en el 46%.

## El mercado de activos problemáticos en España

Se prevé que el impacto del estándar IFRS 9 a partir del 1 de enero de 2018 sobre el capital de los bancos españoles sea pequeño, como muestra el cuadro 2. Los nuevos criterios se basan en la pérdida esperada por contraposición con la norma IAS 39 anterior, que descansaba en la pérdida incurrida. Para las exposiciones en *stage 2* (créditos que muestran algún signo que hace prever que hay una probabilidad no descartable de que se produzca un impago futuro) se requiere calcular la provisión a partir de la pérdida esperada a lo largo de la vida del crédito. La normativa española ya preveía una situación similar (que era definida como subestándar hasta la circular 4/2016 donde esta categoría, con algunos matices, pasa a denominarse vigilancia especial). Por tanto, el impacto

Gráfico 4

### Activos adjudicados (Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Cuadro 2

### Impacto del IFRS9 en el CET1 de los bancos españoles

	Bankia	Bankinter	Caixabank	Liberbank	Sabadell	Santander	Unicaja
<b>Impacto</b>	40-50 pb	10-15 pb	<15 pb	<30 pb	>50-60 pb	20 pb	5-10 pb
<b>CET1 (sept 17)</b>	12,3%	11,5%	11,7%	12,2%	12,7%	10,8%	12,5%

Nota: pb=puntos básicos.

Fuente: Bancos.

de estas provisiones sobre créditos en situación normal tiene lógicamente, poco impacto en la banca española.

Sin embargo los cambios respecto a los requerimientos, o expectativas, de cobertura propuestos por la CE y el BCE pueden tener, potencialmente, un efecto superior. En anticipación al impacto de los cambios regulatorios respecto a coberturas mínimas de la propuesta de la CE y la guía del BCE, las entidades de depósito españolas han acelerado durante 2017 la venta de activos problemáticos. Antes de analizar el mercado de activos problemáticos en España, es necesario introducir un participante muy significativo. Una parte importante de la oferta de activos problemáticos en España, ya fuera del sector bancario,

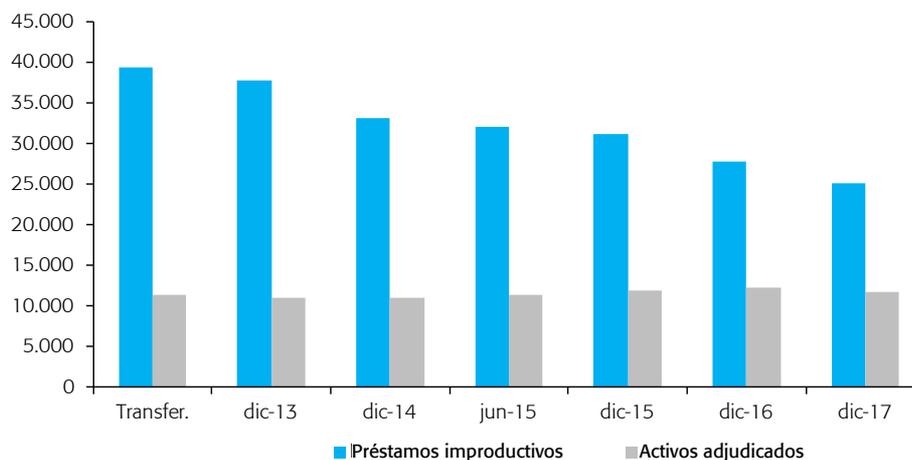
son los activos gestionados por Sareb. El gráfico 5 muestra su evolución. En el mismo se puede apreciar una situación similar a la observada en las entidades de depósito: la reducción sostenida de los créditos y el mantenimiento de los adjudicados inmobiliarios.

El gráfico 6 muestra la evolución de las ventas de activos improductivos (créditos morosos y adjudicados) en Europa. La actividad de estos mercados sintoniza con la reducción de una tercera parte de los préstamos improductivos (de 1,12 billones hace tres años a los 0,81 billones de finales de 2017) de los bancos europeos reportada por la EBA. Los datos muestran que en España hubo mucha actividad en 2014, que decayó en 2015 y 2016. En este periodo la mejora de la economía junto con la

Gráfico 5

### Evolución de los activos en Sareb

(Millones de euros)

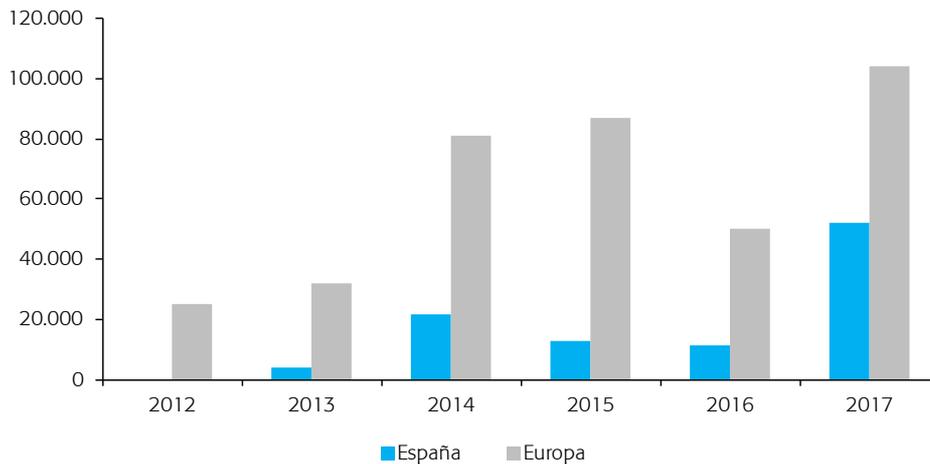


Fuente: Sareb.

Gráfico 6

### Venta de activos problemáticos en Europa

(Millones de euros)



Fuente: Evercore (Europa) y elaboración propia (España).

recuperación de los precios de los activos inmobiliarios pudo reducir el ritmo de venta de activos no productivos de los bancos españoles ante la posibilidad de recuperar una proporción creciente de los créditos morosos y mejorar el precio de los activos inmobiliarios. En esta situación, las expectativas de los fondos de inversión, habituales compradores, sobre el precio de los activos y las expectativas de los bancos divergieron significativamente. En este periodo diversos proyectos de venta de activos problemáticos (Mammut, Lince, Big Bang, etc.) fueron cancelados y fondos que habían estado muy activos durante los primeros años en el mercado español de activos problemáticos como Cerberus, dejaron de participar. En 2017, y ante las claras señales de presión por parte de los reguladores y supervisores para que los bancos redujeran significativamente sus activos problemáticos, el mercado español resurgió hasta representar aproximadamente el 50% del mercado europeo de venta de activos problemáticos.

El cuadro 3 presenta las operaciones más significativas del mercado. Sin duda el anuncio de la compra por parte de Cerberus del 80% de los activos problemáticos del BBVA y la compra por parte de Blackstone del 51% de Aliseda y parte de los activos improductivos del Popular han marcado decisivamente la parte final del año.

Teniendo en cuenta las carteras que están a la venta en la actualidad y las previsiones de reducción de activos improductivos en los planes de muchos bancos españoles, es de esperar que se produzca también en 2018 un elevado volumen de transacciones. Sabadell prevé disminuir sus activos improductivos en 2.000 millones al año hasta el 2020 aunque, dependiendo del apetito inversor y de los acuerdos con el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), esta cifra podría elevarse significativamente en 2018. Bankia tiene previsto en su plan estratégico 2018-2020 la venta de 2.900 millones anuales de activos problemáticos. Ibercaja plantea en su plan reducir un 50% sus activos problemáticos hasta 2020, unos 600 millones al año. Por su parte Liberbank plantea reducciones de 900 millones de euros anuales hasta 2020. En 2018, Santander se propone un objetivo de 6.000 millones mientras Sareb apunta a los 3.000 millones.

### La visión de los compradores de activos problemáticos

La oferta de préstamos improductivos (*NPLs*) y activos adjudicados (*REOs*), incluyendo únicamente entidades de depósito españolas y

Cuadro 3

Principales operaciones de venta de activos problemáticos en España (2017 y principios de 2018)

Fecha de cierre	Venden	Nombre	Valor nominal	Compran
mar 17	Bankia	Gold	102,97	D. E. Shaw
abr 17	Abanca	LOR	136	KKR
jun 17	Bankia	Galdana	100	EOS Spain
jun 17	BMN	Rigoletto & Valquiria	165	Axactor
jun 17	Santander	Marina Bay	338	Axactor
jun 17	BBVA	Jaipur	600	Cerberus
jun 17	Caixabank	Tramuntana	600	Deutsche Bank
jul 17	Ibercaja	Fleta	489	Fleta Issuer Holding Designated Activity Company
jul 17	Liberbank		169	Lindorff / Link
jul 17	Sabadell	Normandy	950	Oaktree
jul 17	Liberbank	Mihabitans	1885	Haya Real Estate (Cerberus): 100%
ago 17	Sabadell	Gregal	800	D.E. Shaw / Lindorff / Grove
ago 17	Santander	REOs Popular + Aliseda	30.000	Blackstone: 51%
sep 17	Bankia	Jets	100	
oct 17	Liberbank	Invictus	602	Bain capital (80%) / Oceanwood (10.1) /Liberbank (9.99)
nov 17	BBVA	Marina y Sena	13.000	Cerberus: 80%
nov 17	Abanca	Salvora	476	EOS Spain
dic 17	Bankia	Sopelana	150	
dic 17	Caixabank	Egeo	800	Cerberus (Gescobro) / Lindorff
dic 17	Sabadell	HI partners	630,73	Blackstone (Halley Holdco)
dic 17	Sabadell	Voyager	800	Canadian Pension Fund Investment Board (CPFIB)
dic 17	Unicaja	Malagueta/Bullfighter	228	Axactor
dic 17	Unicaja	Proyecto Malagueta - Bullfighter	228	Axactor: 75%
dic 17	Ibercaja	Servet	334	Cabot
dic 17	Bankinter	Champions Leage	436	Axactor
dic 17	SAREB	Ines	375	Deutsche Bank
ene 18	Santander	Indianapolis	500	Lindorff
ene 18	Caixabank	Tribeca	700	D. E. Shaw
mar 18	Caixabank (Building Center)	1.458 viviendas		Testa

Fuentes: Notas de prensa de compañías vendedoras y compradoras, informes financieros y medios.

Sareb<sup>7</sup>, alcanzaba los 190.000 millones a finales de 2017 (119.000 de NPL y 71.000 REO). Es cierto que existe bastante interés por los activos de las entidades españolas. No obstante los fondos de inversión, habituales compradores de estos activos, muestran cierta preocupación por dos temas. En primer lugar, el crecimiento de los precios de la vivienda en España y el rápido aumento del precio del alquiler han llevado a un empeoramiento significativo de la accesibilidad. Algunos fondos están preocupados por la posibilidad de que a los precios actuales se haya alcanzado el nivel máximo asumible por las familias españolas para la compra/alquiler. Ciertamente, la creciente competencia en el mercado hipotecario, con una guerra de tipos de interés y algunas entidades ofreciendo el 100% del valor de tasación, rememorando los peores tiempos de la pasada burbuja, puede suponer un cierto alivio a su preocupación sobre el precio de la vivienda pero no sobre los alquileres. En segundo lugar, y más importante, existe preocupación por el impacto sobre los precios inmobiliarios de la salida de los grandes paquetes vendidos a finales de 2017. Esta preocupación está justificada por el significativo papel de las ventas de entidades de depósito y Sareb en el total de compraventas de inmuebles residenciales que, en los últimos años, alcanzó el 22,8%. El desembarco en el mercado de los enormes paquetes de inmuebles adquiridos por los fondos a finales de 2017

---

*Existe cierta preocupación entre los fondos de inversión, habituales compradores de activos problemáticos, por dos razones. Primero, por si el crecimiento de los precios de la vivienda y de los alquileres en España pudiera afectar a la accesibilidad de las familias españolas. Segundo, y más importante, por el impacto sobre los precios inmobiliarios de la salida al mercado de los grandes paquetes vendidos a finales de 2017.*

---

puede afectar significativamente a los precios y dificultar la rentabilización de las operaciones. En

este ambiente, y a pesar del interés por reducir sus activos problemáticos *REOs*, puede ser cada vez más difícil determinar un precio que satisfaga las expectativas tanto de compradores como de vendedores. La mejora de las previsiones económicas puede, por el contrario, favorecer las ventas de *NPL*.

## Conclusiones

La entrada en vigor de la nueva normativa contable IFRS 9 y, fundamentalmente, los nuevos requerimientos de cobertura para los activos improductivos de la banca producirán un claro incentivo para reducir el peso de los activos problemáticos en el sector. En el caso español se ha producido una reducción del 46% en los activos problemáticos desde diciembre de 2013. Las ventas de paquetes de *NPLs* y *REOs* durante 2017 por parte de los bancos españoles, que alcanzaron casi el 50% de las ventas totales en Europa, y el reajuste de la valoración de los activos problemáticos del Banco Popular tras su venta a Santander, han tenido un papel significativo en esta disminución. En principio a juzgar por los planes estratégicos de reducción de activos problemáticos de los bancos españoles y por las carteras que ya están disponibles, el mercado volverá a ser muy activo en 2018 aunque las dudas sobre el impacto en el mercado de la llegada de un gran número de inmuebles, como consecuencia de las grandes transacciones del año pasado, pueden reducir las expectativas de rentabilidad de los potenciales compradores.

## Referencias

- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA (2016), *Report on the dynamics and drivers of non performing exposures in the EU banking sector*.
- (2018), *Consultation paper: Guidelines on management of non-performing and forborne exposures*.

<sup>7</sup> En estos momentos existen algunos fondos que están también en posición vendedora una vez cubierto su ciclo inversor.

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2017), *Guidance to banks on NPLs*.
- (2018), *Addendum to the ECB guidance to banks on NPL*.
- BANCO DE ESPAÑA (2016), Circular 4/2016.
- BAUDINO, P.; ORLANDI, J., y R. ZAMIL (2018), “The identification and measurement of non-performing assets: a cross country comparison”, Bank for International Settlements, *FSI Insights* No 7.
- COMISIÓN EUROPEA (2018a), *Proposal for a regulation on amending the CRR as regards minimum loss coverage for NPEs*.
- (2018b), Second progress report on the reduction of non-performing loans in Europe, *COM* (2018) 133.



# Evolución del capital riesgo en la economía española

Irene Peña y Pablo Mañueco\*

**El capital riesgo favorece un mayor dinamismo y una mayor innovación en el tejido empresarial. Aunque se trata de un instrumento de larga tradición, su desarrollo en España ha sido más tardío como consecuencia tanto de factores culturales como específicos relacionados con la creación de un marco normativo que facilitara e impulsase su desarrollo. Con unos orígenes ligados al sector público, enfocados en facilitar la inversión en pymes, el capital riesgo ha ido evolucionando hasta tener en la actualidad una presencia mayoritaria de inversores privados y un creciente protagonismo de fondos internacionales. En un contexto de crecimiento económico, esta capacidad para atraer inversión ha favorecido que sus niveles hayan crecido en los últimos años hasta registrar máximos históricos en 2017. Además, la existencia de condiciones de financiación favorables, tanto por entidades bancarias como por financiadores tradicionales, estaría incentivando el cierre de operaciones.**

La actividad de capital riesgo se encuentra regulada en España desde 1986, aunque no es hasta 1999 cuando se desarrolla un marco jurídico específico para las entidades que desarrollan esta modalidad de financiación para las empresas. Posteriormente, en los años 2005 y 2014, el marco normativo del capital riesgo se ha ido renovando y flexibilizando con el fin de corregir las carencias en su pauta de crecimiento.

Las entidades de capital riesgo (sociedades o fondos de capital riesgo) son vehículos de inversión cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria. Para el desarrollo de

su actividad, las entidades de capital riesgo pueden, asimismo, facilitar tanto préstamos participativos como otras formas de financiación a sus participadas y realizar actividades de asesoramiento.

Esta vía de financiación ofrece soluciones flexibles a las compañías, aportando capital para dar cumplimiento a sus planes de crecimiento estratégico, desarrollar nuevos proyectos de carácter innovador, realizar adquisiciones corporativas o reequilibrar la posición patrimonial. Además, el inversor del capital riesgo suele incorporar un valor añadido a la empresa financiada, aportando credibilidad frente a terceros y ofreciendo su experiencia, asesoramiento y contactos.

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

El desarrollo del capital riesgo se puede medir a partir de tres magnitudes principales que definen su actividad y que son: los volúmenes de inversión, los niveles de captación de nuevos recursos (*fundraising*) y los niveles de desinversión registrados en el periodo.

## Inversión

Atendiendo a la evolución de la inversión, se pueden distinguir cuatro grandes etapas del capital riesgo en nuestro país. En primer lugar, el periodo 1986-1999 de desarrollo, que culmina con la creación de un marco jurídico completo para la actividad de capital riesgo y en el que la inversión registra unos niveles de actividad muy reducidos y prácticamente circunscritos a la inversión pública.

A continuación sigue el periodo de despegue, 2001-2007, con un fuerte crecimiento de la actividad inversora, especialmente a partir de 2005, cuando el buen momento del ciclo económico y una nueva reforma de la normativa, favorecen unos niveles de inversión anuales que se sitúan por encima de los 4.000 millones de euros.

En el periodo 2008-2013 la recesión económica afectó notablemente a la industria, reduciéndose de manera drástica los niveles de inversión y de captación de fondos. Tal y como se verá más adelante, el menor dinamismo inversor en estos años se explica también por el retraso en las estrategias de salida de muchos fondos a la espera de una reversión del escenario de crisis.

Y, por último, el periodo 2014-2017 (presente) de recuperación del crecimiento, periodo que comenzó con una nueva revisión del marco que regula el capital riesgo dirigido a fomentar una mayor captación de fondos y a un crecimiento equilibrado del sector impulsando las operaciones en empresas en fase de desarrollo (capital semilla o *venture capital*) y que ha concluido, por el momento, con un año 2017 récord para el capital riesgo, con un volumen de inversión próximo a los 5.000 millones de euros.

Varios son los factores que explican esta evolución tan positiva de la inversión en los años recientes como son, por un lado, los bajos tipos de interés y la elevada liquidez que, en un contexto económico positivo, han favorecido la atracción de inversores internacionales a nuestro país. Asimismo, la presencia de estos fondos internacionales ha propiciado el regreso al mercado de las grandes operaciones de más 100 millones de euros (*megadeals*), mientras que el segmento de tamaño medio o *middle market* (entre 10 y 100 millones) se ha mantenido muy activo.

---

*2017 fue un año récord para el capital riesgo en España, con un volumen de inversión próximo a los 5.000 millones de euros. En un escenario de crecimiento económico, los bajos tipos de interés y la elevada liquidez estarían favoreciendo la atracción de inversores internacionales.*

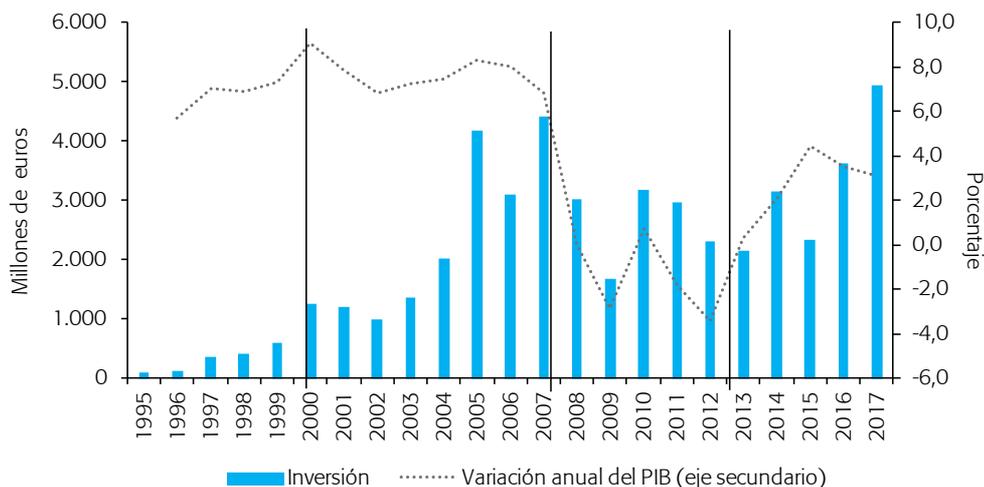
---

En lo relativo a la presencia de fondos internacionales, según datos proporcionados por ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión), en 2016 estos fondos representaron un 71,9% de la inversión total en España, con un volumen de inversión de 2.601 millones de euros, de los que un 75% fueron en *megadeals*, un 20% en operaciones en compañías de capitalización media y el 5% restante en operaciones de menos de 10 millones de euros. En términos de número de operaciones, no obstante, la mayor parte de las inversiones (un 82%) tuvieron un tamaño inferior al millón de euros.

Adicionalmente, parte de la evolución positiva registrada en los últimos años por el capital riesgo en España iría asociada a una mayor aceptación de esta modalidad de financiación por parte de las empresas, favorecida por la evidencia, a raíz de la reciente crisis, de la importancia de reforzar los fondos propios en el balance de las compañías con el fin de reducir su dependencia de fuentes externas de financiación. En este sentido, un estudio reciente publicado por la Universidad de Harvard (Bernstein, Lerner y Mezzanotti, 2017) parece demostrar que las compañías que se encontraron respaldadas por

Gráfico 1

## Evolución histórica de los niveles de inversión



Fuentes: Elaboración propia con datos de ASCRI (varios años) y Capital & Corporate (2018).

fondos de capital riesgo recibieron mayores flujos de deuda y capital en el periodo inmediatamente posterior a la crisis y, por tanto, registraron mayores niveles de crecimiento que las compañías que no contaban con este apoyo.

En cuanto al destino de los recursos por fase de inversión, las empresas en expansión y las empresas maduras han sido tradicionalmente los principales destinos escogidos por las entidades de capital riesgo. No obstante, los fondos para capital semilla y *venture capital* han registrado un fuerte empuje en los últimos años, gracias a la recuperación de las valoraciones, el apoyo normativo a este tipo de inversiones, el interés inversor en nuevos proyectos de carácter tecnológico, y la puesta en marcha de incubadoras y aceleradoras a nivel regional y con carácter intersectorial.

Esta positiva evolución del *venture capital* es especialmente relevante en una economía como la española con una presencia mayoritaria de pymes en el tejido empresarial. A pesar de su importancia para el crecimiento económico, el acceso por parte de las pymes a la financiación es más limitado que para las grandes empresas y, tal y como se puso en evidencia recientemente, son las más afectadas en episodios de recesión económica y contracción del crédito.

Estas diferencias son más relevantes cuando se trata de empresas de nueva creación y con un carácter innovador, para las que las entidades financieras muestran una mayor aversión al riesgo. En estos casos, los fondos de *venture capital* son tradicionalmente la única opción externa de financiación para las compañías y un aliado necesario para que puedan realizar inversiones suficientes en innovación e I+D que les permitan lanzar sus productos y servicios al mercado en unos plazos suficientes para garantizar su supervivencia.

*En los últimos años se observa una mayor presencia de los fondos de capital semilla y venture capital que estaría reequilibrando los niveles de inversión hacia las pymes y favoreciendo la innovación. A su vez, en 2016 ya estaban operando 25 entidades de capital riesgo pyme, figura creada dos años antes para impulsar la inversión en pymes de nueva creación.*

Adicionalmente, los gestores de capital riesgo tienen una gran experiencia operativa en el desarrollo de economías de escala, cuentan con una amplia red de contactos para la búsqueda de

socios estratégicos, y proporcionan asesoramiento financiero y estratégico relacionado con etapas de inversión posteriores, lo que ayuda a acelerar la trayectoria de desarrollo de las empresas.

Según indica un estudio reciente de la Comisión Europea (2015), las pymes que se han beneficiado de la financiación del capital riesgo se han caracterizado por:

- Un mayor crecimiento en relación al experimentado por el resto de *start-ups* o pymes.
- Una mayor tasa de supervivencia y potencial de internacionalización.
- Un elevado nivel de innovación, no solo en sus productos y servicios ofertados, sino también en términos organizativos y de procesos.

Profundizando en el último punto, el capital riesgo favorece la innovación gracias a su capacidad interna para llevar a cabo actividades de I+D y para asesorar a las compañías en procesos como la implementación de patentes. Por otro lado, dentro de la estrategia de inversión de los fondos de *venture capital*, destaca el interés por las compa-

ñías de carácter innovador, de modo que el apoyo a la innovación sería, en cierto modo, intrínseco al *venture capital*.

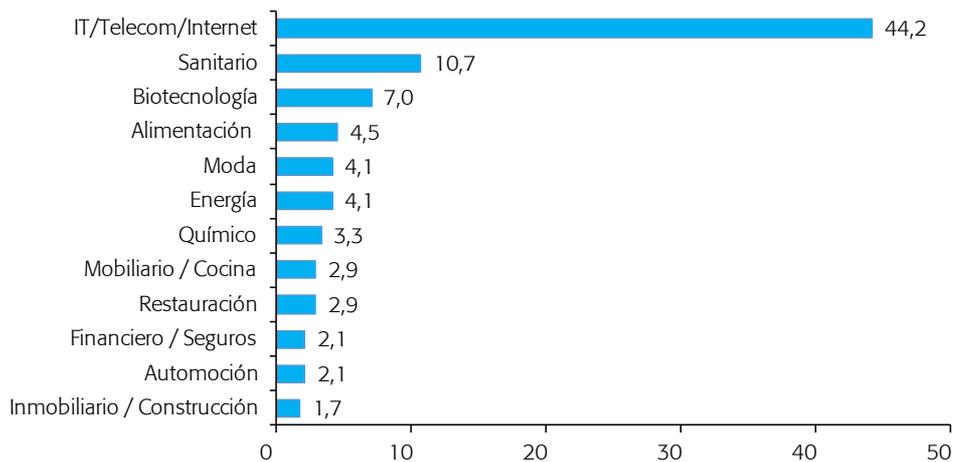
Desde un punto de vista sectorial, y considerando de nuevo el capital riesgo en su conjunto, se constata la preferencia sectorial en número de operaciones por las compañías con presencia en el sector tecnológico e Internet. Estos sectores ofrecen al capital riesgo la oportunidad de mejorar su rentabilidad y centrarse en la creación de valor empresarial. Tal y como muestra el detalle del destino de las inversiones por sectores del gráfico 2, en 2017 más de la mitad de las operaciones registradas fueron en compañías de Internet, telecomunicaciones e informática, seguidas por el sector sanitario (con un peso del 10%), la biotecnología (7%) y la alimentación (4%).

Al tratarse en su mayoría de empresas de nueva creación con reducida dimensión, la inversión unitaria en compañías de carácter tecnológico es comparativamente inferior a operaciones que se pueden dar en otros sectores. No obstante, atendiendo a la distribución de las inversiones por volumen, las compañías de comunicaciones e informática fueron en 2016 el segundo sector que

Gráfico 2

### Distribución del número de inversiones en 2017 por sectores

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de Capital & Corporate (2018).

mayores niveles de inversión recibió (18% de la inversión total del año) tan solo por detrás de hostelería y ocio (25%) y seguidas de productos de consumo (10%).

## Captación de recursos

En cuanto a la segunda de las magnitudes que definen la actividad del capital riesgo, y que es la *captación de nuevos recursos*, su evolución está muy ligada con las dinámicas observadas en la actividad inversora y con el ciclo de permanencia de los fondos en las compañías participadas (normalmente en torno a cinco años). De este modo, haciendo un seguimiento histórico de los niveles anuales de *fundraising*, observamos volúmenes máximos en los años 2005 y 2007 y una evolución sostenida en el periodo 2014 y 2017 (ver gráfico 3).

De este modo, en los últimos cuatro años se ha captado un total aproximado de 7.803 millones de euros, frente a los 1.447 millones en el periodo 2010-2013. En 2017, los fondos de

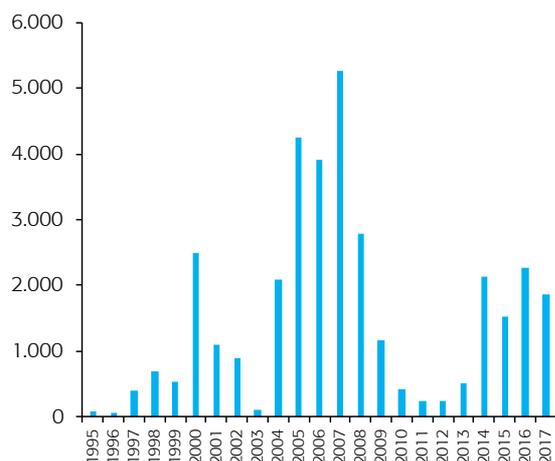
capital captaron un total de 1.861 millones de euros (2.271 millones en 2016) y con expectativas de que a lo largo de 2018 se continúen cerrando nuevos fondos, en un contexto de todavía elevada liquidez y escasa rentabilidad de los activos líquidos de renta fija, así como de mantenimiento de la confianza del inversor internacional por España.

El dinamismo en los volúmenes de financiación captados tiene su reflejo en el número de operadores. Así, según datos de ASCRI, en el periodo 2000-2007 se crearon en España 120 nuevas entidades de capital riesgo, con un total de 162 entidades de capital riesgo operando a cierre ese año. En 2016, según los últimos registros de la CNMV, el número de entidades ascendería a 292 (un 10% más que en 2015). Dentro de las nuevas entidades creadas en 2016 destaca, por un lado, la positiva evolución de los vehículos de capital-riesgo pyme (introducido en la reforma normativa de 2014) que pasaron de 14 a 25, y cuyo foco de inversión son pymes de menor tamaño y, por otro, lado, la constitución de los primeros fondos de capital riesgo europeos que se podrán comer-

Gráfico 3

### Evolución histórica de los niveles de captación de nuevos recursos

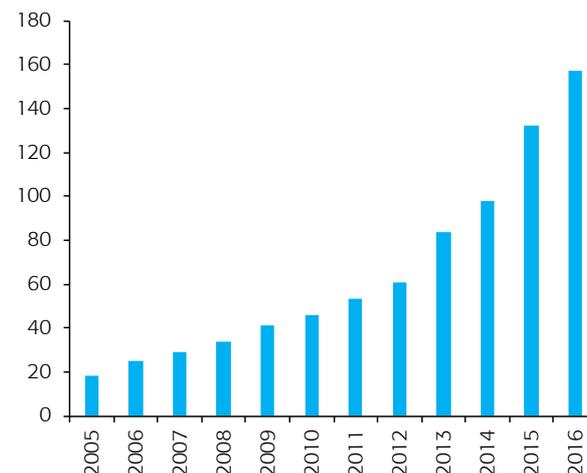
(Millones de euros)



Fuente: Elaboración propia con datos de ASCRI (varios años).

Gráfico 4

### Número de entidades internacionales con inversión en España



Fuente: Elaboración propia con datos de ASCRI (varios años).

cializar tanto en España como en otros países de la Unión Europea.

En cuanto al tipo de entidades de capital riesgo, se observan cambios importantes en su configuración. De este modo, cuando la actividad del capital riesgo se inició en España hace 32 años, lo hizo gracias al impulso del sector público. Sin embargo, en la actualidad, la presencia de entidades de capital riesgo privadas es completamente dominante. También destaca el crecimiento sostenido de los operadores internacionales, que tal y como se muestra en el gráfico 4, no han dejado de incrementar su presencia en nuestro país.

Por último, se observa un cambio en cuanto a la tipología de contribuyentes de recursos, produciéndose un desplazamiento desde las entidades financieras, que en 1997 aportaban más del 40% de los nuevos recursos captados, hacia un modelo de financiación más diversificado, con una alta presencia de fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de fondos (vehículos que no invierten directamente en las compañías, sino que compran participaciones en otros fondos).

## Desinversiones

En cuanto al proceso de desinversión de estos fondos, la permanencia en las participadas se ha alargado en los últimos años, como consecuencia de los efectos de la crisis financiera, hasta llegar a unos niveles máximos históricos de siete años de permanencia media en 2016. El sector esperó una mejora en el ciclo económico que permitiera maximizar las valoraciones de salida y, de este modo, en 2014 y 2015 se registraron unos volúmenes de desinversión totales de 9.500 millones de euros, superior al acumulado de los seis años anteriores (8.592 millones). En 2017, se volvió a observar un incremento de los niveles de desinversión que, según ASCRI, alcanzaron un volumen aproximado (a precio de coste) de 3.478 millones de euros frente a los 1.851 millones registrados el año anterior (lo

que en términos relativos representa un incremento del 87,9%)

Atendiendo al mecanismo de desinversión utilizado, la fórmula más habitual de salida empleada en España ha sido tradicionalmente la venta de la compañía, ya sea a otro inversor industrial, a los propios directivos de la compañía (*management buy out*) o a otro capital riesgo, mientras que las salidas a bolsa han tenido una menor importancia. Entre los motivos para un menor recurso al mercado bursátil en nuestro país frente a otras economías, se podría destacar, por un lado, el tamaño de las compañías, en muchos casos muy reducido como para acceder al mercado continuo, y la limitada liquidez del Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión.

De este modo, en las desinversiones registradas en 2016 las salidas a bolsa representaron tan solo el 14% del volumen desinvertido, mientras que un 57% de las desinversiones se correspondió con ventas privadas: un 26% a terceros, un 18% a antiguos accionistas en operaciones de recompra y un 13% a otras entidades de capital riesgo (*secondary buy-out*).

## ¿Burbuja en precios?

Un último aspecto relevante a comentar sobre la situación actual del mercado de capital riesgo en España es el riesgo de “burbuja” en los precios de las transacciones que algunos analistas y operadores están percibiendo en el mercado.

El fuerte aumento de la inversión, que, como hemos comentado, alcanza máximos históricos en 2017, ha creado un entorno altamente competitivo entre las entidades de capital riesgo que operan en nuestro país, que en algunos casos comienzan a sentir presión para colocar los elevados recursos captados en años anteriores. La competencia se ha intensificado además por la fuerte penetración en los últimos años de algunos de los principales fondos de capital riesgo existentes a nivel mundial, atraí-

dos por las positivas perspectivas económicas de nuestro país, y que han protagonizado algunas de las grandes operaciones cerradas en los últimos años.

---

*En un escenario de altos precios de entrada la rentabilidad que generen los fondos a sus inversores va a depender más de su capacidad para incrementar los beneficios de las empresas participadas que del aumento de los múltiplos que puedan lograr en sus desinversiones.*

---

Además, la existencia de unas condiciones de financiación muy favorables por parte de las entidades bancarias (en importe, plazo, coste y garantías) y la aparición en el mercado de financiadores alternativos, también han incentivado el cierre de operaciones, produciéndose un crecimiento de las compras apalancadas, llegándose a niveles de endeudamiento más elevados que en años anteriores.

Esta presión competitiva se ha observado en numerosas transacciones acaecidas en el mercado en los últimos meses, registrándose procesos de subasta entre las entidades, que han terminado derivando en el pago de unos múltiplos de valora-

ción claramente por encima de los registrados en pasados ejercicios.

En este escenario de pago de altos precios de entrada se hace, si cabe, más necesaria la habilidad de los gestores de las entidades para contribuir a la mejora de la gestión de las compañías, pues la rentabilidad que generen los fondos a sus inversores va a depender más de su capacidad para incrementar los beneficios de las empresas participadas que del aumento de los múltiplos que puedan lograr en sus desinversiones.

## Referencias

- ASCRI (varios años), *Informe de actividad Venture Capital & Private Equity*.
- BERNSTEIN, S.; LERNER, J., y F. MEZZANOTTI (2017), *Private Equity and Financial Fragility during the Crisis*, Harvard Business School.
- CAPITAL & CORPORATE (2018), *Newsletter*, febrero.
- COMISIÓN EUROPEA (2015), *Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds*, octubre 2015.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2016), *Informe Anual del la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación*.



# La brecha de género en España y el contrato de reducción de jornada por cuidado de menores

Daniel Fernández Kranz\*

**La investigación reciente sugiere que la mayor participación de la mujer en las tareas domésticas, especialmente en el cuidado de los hijos, le impide participar del mercado laboral en las mismas condiciones que los hombres, con unas restricciones horarias que se traducen en una penalización salarial, especialmente en un contexto como el español donde todavía abundan los horarios inflexibles y las largas jornadas de trabajo. La Ley 39/1999 para promover la conciliación de la vida familiar y laboral reguló la reducción de jornada por motivos familiares concediendo a los trabajadores que se acogiesen a este tipo de contrato un elevado nivel de flexibilidad horaria y de protección frente al despido. Este artículo describe la incidencia del contrato de reducción de jornada en hombres y mujeres en España antes y después del nacimiento de su primer hijo, y se centra en analizar los efectos de la citada Ley en su objetivo de reducir la brecha de género.**

## ¿Qué sabemos sobre la brecha de género? Evidencia que aporta la literatura

La brecha salarial de género (diferencia salarial entre hombres y mujeres) ha estado recientemente en el centro de debates sociales y políticos. España presenta una brecha salarial de género parecida a otros países de nuestro entorno. Las estimaciones varían según el método y la base de datos utilizada. Por ejemplo, medido en salario medio bruto anual, las mujeres cobran entre un 19% y un 30% menos que los hombres (ver por

ejemplo, Conde y Marra, 2016; De la Rica, 2012 y González, 2017, entre otros). González (2017) usa datos de la *Encuesta de Estructura Salarial* y estima una ratio entre el salario bruto mediano anual de mujeres y hombres de 19 puntos en 2006, reduciéndose a 13 en 2014. Que la brecha de género haya descendido durante la Gran Recesión no es algo exclusivo de España, sino que se observa también en otros países de nuestro entorno y podría deberse al hecho de que la crisis económica destruyó muchos empleos masculinos de baja productividad, sin que la incorporación de mujeres para reemplazar a sus parejas haya sido

\* IE Business School.

suficiente para compensar este efecto (Dolado, García-Peñalosa y Tarasonis, 2017)<sup>1</sup>.

Más allá de la evolución debida a componentes cíclicos, la brecha salarial de género responde a una serie de factores estructurales. Existe una extensísima literatura analizando las causas de la diferencia entre los ingresos de hombres y mujeres (ver, por ejemplo Blau, Ferber y Winkler, 2013 para una reciente revisión de la literatura). En general, la literatura encuentra que la brecha salarial de género no desaparece o no se explica totalmente por características de las mujeres, tales como el nivel educativo o experiencia. En el caso español, por ejemplo, el mayor nivel educativo promedio de las mujeres llevaría a estimar una brecha de género más elevada, pero su menor experiencia laboral produce el efecto contrario, compensándose ambos aspectos (González, 2017). Ha ido creciendo una opinión, avalada por la evidencia empírica, que una parte importante de la brecha salarial de género se debe a que las mujeres están sobrerrepresentadas en ocupaciones y empresas con salarios bajos y que esas empresas y ocupaciones permiten una mayor flexibilidad laboral que el resto (Goldin, 2014). La literatura no ha podido demostrar si esta segregación desfavorable a las mujeres es fruto de una elección voluntaria (preferencias), el reflejo de discriminación por parte de las empresas (por ejemplo, en el momento de la contratación) o el resultado de los diferentes roles que hombres y mujeres adoptan en el hogar, quizás de forma impuesta por las normas sociales y la tradición vigente. Lo cierto es que se observa una correlación muy elevada entre el surgimiento de esa brecha salarial por género y la maternidad (Goldin, 2014), resultando en lo que se ha venido a llamar como brecha salarial familiar (*family pay gap*) existiendo evidencia de que

los ingresos de las mujeres son incluso mayores a los de los hombres antes del nacimiento de su primer hijo<sup>2</sup>.

---

*Varios estudios demuestran que el empleo a tiempo parcial acarrea una penalización, no solo en relación al salario bruto anual, sino incluso en términos de salario por hora. Ello se debe en parte a la menor acumulación de experiencia profesional mientras se trabaja a tiempo parcial y, por tanto, persiste aunque estas mujeres regresen a un trabajo a tiempo completo.*

---

Así, un importante aspecto de la brecha salarial de género es la mayor participación de las mujeres en trabajos a tiempo parcial a partir del momento en el que nace el primer hijo. Si bien es cierto que parte de la elevada tasa de empleo a tiempo parcial de las mujeres en España es involuntaria (no poder encontrar un empleo a tiempo completo)<sup>3</sup>, también lo es que el porcentaje de empleo a tiempo parcial por motivos familiares es abrumadoramente femenino.

Varios estudios demuestran que el empleo a tiempo parcial acarrea una penalización, no solamente en relación al salario bruto anual, sino incluso en términos de salario por hora. Este último componente de la penalización se debe en parte a la menor acumulación de experiencia profesional mientras se trabaja a tiempo parcial y, por tanto, persiste aunque estas mujeres regresen a un trabajo a tiempo completo<sup>4</sup>. Además, se ha estimado que el empleo a tiempo parcial va generalmente unido a una mayor precariedad laboral tanto en términos de contrato (temporal) como en relación a un mayor número de episodios de desempleo. Esta dinámica perniciosa acaba

<sup>1</sup> Olivetti y Petrongolo (2008) demuestran que corrigiendo por el sesgo de la baja participación laboral femenina, la brecha salarial de género es significativamente mayor que la estimada (sin corregir el sesgo) en los países del sur de Europa, España entre ellos.

<sup>2</sup> Ver, por ejemplo, Fernández-Kranz, Lacuesta y Rodríguez-Planas (2013) para España y Waldfogel (1998) para una revisión de la literatura centrada en los Estados Unidos.

<sup>3</sup> Ver, por ejemplo, De la Rica (2014).

<sup>4</sup> Ver, por ejemplo, Connolly y Gregory (2009), Manning y Petrongolo (2008) para el Reino Unido, Hirsch (2005) para Estados Unidos y Fernández-Kranz y Rodríguez-Planas (2011a) para España.

atrapando a las mujeres en este tipo de empleo, haciendo menos probable la transición a un trabajo a tiempo completo.

Pero la diferencia de ingresos entre hombres y mujeres no solo se explica porque el empleo a tiempo parcial sea mayormente femenino; incluso en los supuestos en los que una mujer y un hombre trabajen a jornada completa, existe generalmente una diferencia salarial en contra de la mujer. Varios estudios han demostrado que no todos los trabajos a tiempo completo son iguales y que las mujeres tienden a concentrarse en aquellos con un horario más compatible con la conciliación laboral y familiar. Así, en Estados Unidos se ha estimado que la concentración de las mujeres en ocupaciones con menores salarios explica solamente el 15% de la brecha de género, mientras que la concentración de mujeres en empresas con horarios menos exigentes y más flexibles, pero que pagan menores salarios, explica un porcentaje muchísimo mayor. Es decir, hombres y mujeres con similares niveles educativos e incluso desempeñando ocupaciones similares acaban cobrando muy distinto porque ellos trabajan en empresas con horarios más exigentes y que pagan más por hora trabajada (Bertrand, Goldin y Katz, 2010).

En un reciente estudio sobre la diferencia entre los salarios por hora de los conductores hombres y mujeres de la empresa Uber en los Estados Unidos (Cook *et al.*, 2018), los autores encuentran que las mujeres ganan aproximadamente un 7% menos que los hombres. Aunque esta diferencia podría parecer pequeña, hay que tener en cuenta que se trata de la misma empresa, misma ocupación y salario por hora, corrigiendo, por tanto, por diferencias entre hombres y mujeres en el número de horas trabajadas. Lo interesante de este estudio es que se produce en un contexto donde se descarta con bastante seguridad la existencia de discriminación contra las mujeres, ya que la fórmula que utiliza la empresa Uber para remunerar a sus conductores es "ciega" desde el punto de vista de género (*gender blind*), es decir, no tiene en cuenta

si el conductor es hombre o mujer, y depende de criterios puramente objetivos tales como la distancia recorrida o el tiempo en llevar a cabo el servicio. Además, por el lado del consumidor, los autores demuestran que la ratio de aceptación de un servicio por parte de los usuarios es la misma tanto si el servicio a prestar lo hará una mujer como si lo va a hacer un hombre. Los autores consiguen explicar la totalidad de la brecha salarial de género en los siguientes tres componentes: un 50% se debe a que las mujeres operan en rutas y en horarios distintos a los hombres y tanto esas rutas como horarios son menos lucrativos. Por ejemplo, las mujeres están menos presentes en uno de los grupos de trayectos más rentables, los de primera hora de la mañana hacia el aeropuerto. El resto del 50% de la brecha salarial se divide a partes iguales entre los siguientes dos componentes. Primero, las mujeres acumulan menos experiencia que los hombres y ello es debido a que trabajan menos horas de media en una semana que los hombres, pero también a que tienen más interrupciones, es decir, semanas sin trabajar, que los hombres<sup>5</sup>. Segundo, las mujeres conducen más despacio que los hombres, lo que les permite completar un menor número de servicios que los hombres en una hora. En resumen, dos terceras partes de la brecha de género vienen explicadas por motivos relacionados con el horario laboral de las mujeres, siendo este distinto al de los hombres y resultando, a través de distintos canales, en una retribución menor por hora.

La investigación reciente, por tanto, sugiere que la mayor participación de la mujer en las tareas domésticas, especialmente al cuidado de los hijos, le impide participar del mercado laboral en las mismas condiciones que los hombres, con unas restricciones horarias que se traducen en una penalización salarial. En el resto del artículo describo la incidencia del trabajo flexible en hombres y mujeres en España antes y después del nacimiento de su primer hijo, para después centrarme en la que quizás sea la regulación más importante en España para facilitar la conciliación laboral y

<sup>5</sup> Los autores encuentran que tanto las mujeres como los hombres aprenden por igual, es decir, la acumulación de horas al volante de un coche Uber rinde igual a hombres y mujeres; simplemente las mujeres acumulan menos horas y eso les lleva a cobrar menos por hora que los hombres.

familiar tanto de hombres como mujeres: la Ley 39/99, de 5 de noviembre, por la que se regula y protege el derecho tanto de hombres como de mujeres a reducciones de jornada laboral por motivo de cuidado de menores.

## El trabajo a tiempo parcial en España y el cuidado de menores

Como primera aproximación a la relación entre la incidencia del trabajo a tiempo parcial y cuidado de menores, el gráfico 1 muestra el porcentaje de hombres y mujeres que trabajan a tiempo parcial según el número de años antes y después del nacimiento del primer hijo. A modo de comparativa, también se muestran los porcentajes para hombres y mujeres sin hijos, en este caso medidos a los mismos intervalos de edad que los hombres y mujeres con hijos. Los datos provienen de la *Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL)* y cubren los años 2005 a 2015 e individuos de 16 a 45 años de edad. Los hombres tienen siempre una incidencia del trabajo a tiempo parcial mucho menor que las mujeres, pero la diferencia entre ambos géneros se agudiza tras el nacimiento

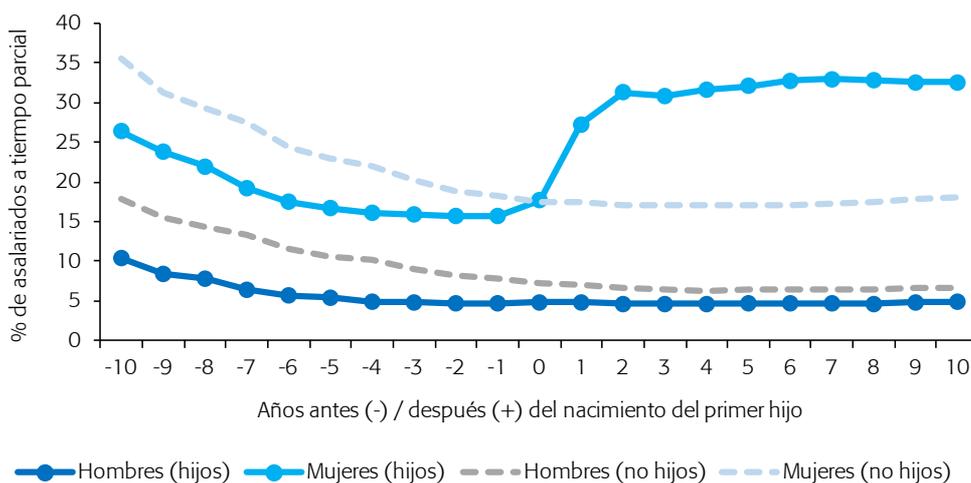
del primer hijo. Así, el porcentaje de mujeres que trabajan a tiempo parcial se dobla entre el primer y segundo año tras el nacimiento del primer hijo, pasando del 15,7% un año antes al nacimiento, al 31,3% dos años después. Por el contrario, el porcentaje de hombres que trabajan a tiempo parcial se mantiene constante, alrededor del 4,8%. La comparativa con la serie correspondiente a los

*La diferencia entre mujeres y hombres en el trabajo a tiempo parcial se agudiza tras el nacimiento del primer hijo. Entre las primeras, el porcentaje pasa del 15,7% un año antes del nacimiento al 31,3% dos años después. Entre los hombres, en cambio, el porcentaje se mantiene constante, alrededor del 4,8%.*

individuos sin hijos muestra una tendencia decreciente con la edad, tanto para hombres como para mujeres. Existe, sin embargo, un diferencial constante alrededor de 10-11 puntos porcentuales. Tanto los hombres como las mujeres con

Gráfico 1

### Incidencia del trabajo a tiempo parcial según años antes o después del nacimiento del primer hijo



Nota: Años 2005-2015 para individuos entre 16 y 45 años de edad.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la *MCVL*, 2015.

hijos empiezan con una incidencia de trabajo a tiempo parcial menor que los hombres y mujeres que van a tener hijos. Esta diferencia se mantiene durante el tiempo, aunque se estrecha, en el caso de los hombres, pero se invierte en el caso de las mujeres, ya que las madres pasan más tiempo en trabajos a tiempo parcial que las no madres. En conjunto, aunque es cierto que existe una diferencia entre hombres y mujeres en la incidencia del empleo a tiempo parcial aun cuando no hay hijos presentes, esa diferencia casi se triplica con el nacimiento de un hijo, pasando de ser 11 puntos porcentuales un año antes del nacimiento del hijo a 28 puntos porcentuales cinco años después.

En definitiva, el gráfico 1 corrobora lo que ya sabemos por otras fuentes estadísticas, que las mujeres asumen un papel principal, comparado a los hombres, en el cuidado de los menores con un impacto evidente en el mercado laboral.

## El contrato de reducción de jornada por motivos familiares (Ley 39/99)

El 5 de noviembre de 1999 se aprobó la Ley 39/1999 para Promover la Conciliación de la Vida Laboral y Familiar de las Personas Trabajadoras, vigente al día siguiente. Esta ley, por su alcance e intensidad, supone una de las regulaciones más ambiciosas a nivel internacional en materia de flexibilidad horaria por motivos familiares. La ley permite a todos los trabajadores asalariados con hijos menores de 12 años solicitar una reducción de entre un octavo y la mitad de su horario habitual a tiempo completo, con una reducción proporcional de su salario (a excepción de los complementos salariales)<sup>6</sup>. La reducción de la jornada no afecta el número de días de vacaciones a los que tiene derecho el trabajador, ni los beneficios del seguro de desempleo de los trabajadores o, durante los

primeros dos años, los beneficios de jubilación, discapacidad, viudedad o maternidad de los trabajadores. A partir de entonces, estos cuatro beneficios se vuelven proporcionales a las horas trabajadas. El trabajador puede decidir qué horario desea trabajar y puede modificar libremente su horario, incluidas las horas totales trabajadas, con un aviso por escrito de dos semanas. Incluso si normalmente el empleador determina los turnos de trabajo, el trabajador puede elegir su turno.

Con el fin de evitar el rechazo de las empresas a las peticiones de reducción de jornada, la ley prohíbe el despido si el trabajador había solicitado anteriormente una reducción de la jornada debido a las responsabilidades familiares. El empleador debe reincorporar al trabajador a su trabajo anterior y afrontar cualquier pago retroactivo, honorarios de abogados, honorarios de testigos expertos y costas judiciales. La protección, por tanto, es muy elevada, incluso mayor que en el caso de un contrato indefinido estándar. Sin embargo, esta protección solo se aplica *de facto* a los trabajadores con contrato permanente, ya que si una empresa no quiere aceptar la reducción de jornada solicitada por un trabajador con contrato temporal, solo tiene que no-renovar el contrato cuando este expire (o no transformarlo a indefinido), generalmente en un período corto de tiempo<sup>7</sup>.

El redactado de la ley permite, tanto a los padres como a las madres, acogerse a la reducción de jornada por motivos familiares. Es, en principio, una norma que permitiría reducir las diferencias entre hombres y mujeres en horarios y conciliación, sobre todo teniendo en cuenta el elevado grado de protección del que gozan los trabajadores que se acojan a esta fórmula contractual, ya sean hombres o mujeres. Sin embargo, el gráfico 2 muestra que en la práctica únicamente las mujeres se acogen a esta modalidad contractual. Además, solamente lo hacen cuando están protegidas por un contrato

<sup>6</sup> La edad máxima del menor se elevó a 8 años en 2007 y a 12 en 2012. Adicionalmente, la reducción mínima de la semana laboral se fijó en un octavo en 2007, siendo de un mínimo de un tercio con anterioridad a esa fecha. Las solicitudes requieren un aviso por escrito de dos semanas.

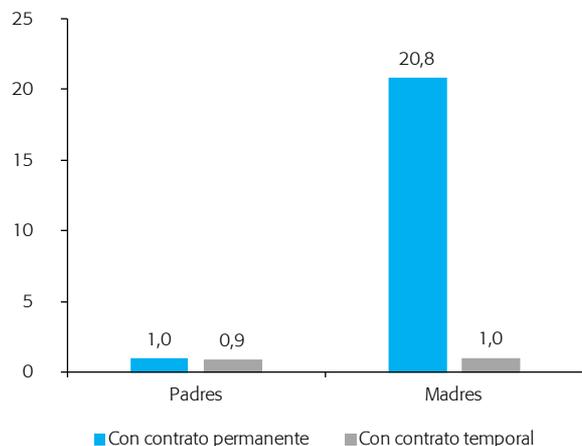
<sup>7</sup> De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística (INE), en 2017, el 32% de los trabajadores con contrato temporal tenían contratos con una duración inferior a seis meses. Es importante aclarar que la ley no dice nada sobre la conversión de contratos de duración determinada a contratos permanentes

Gráfico 2

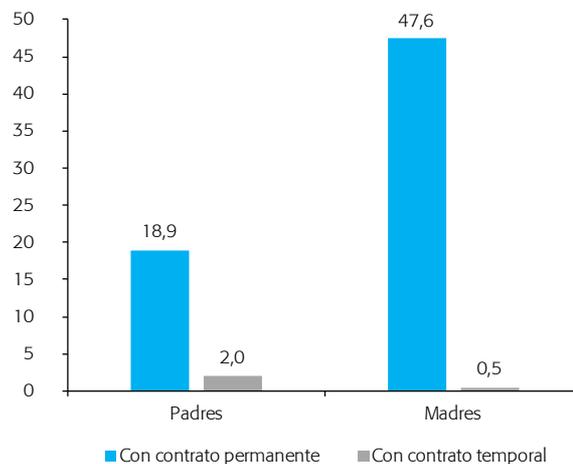
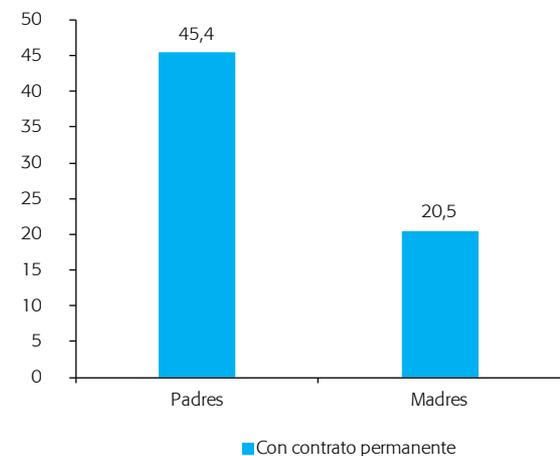
**Individuos en reducción de jornada por cuidado de menores**

(Porcentajes)

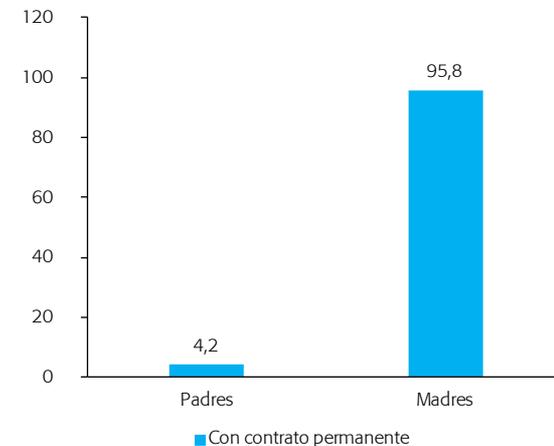
Panel a. Individuos elegibles



Panel b. Individuos elegibles trabajando a tiempo parcial

Panel c. Reducciones mínimas  
(Individuos con reducción de jornada)

Panel d. Reducciones de la jornada según género



*Notas:* Es posible identificar las reducciones de jornada por motivos familiares (Ley 39/99) en la base de datos, ya que en estos casos el individuo conserva la modalidad de contrato a tiempo completo (variable contrato en los registros de la Seguridad Social), pero con un coeficiente de reducción de jornada (variable parcial en los registros de la Seguridad Social). Datos correspondientes al año 2015 y para individuos asalariados del sector privado.

*Fuente:* Elaboración propia a partir de los datos de la MCVL, 2015.

permanente. Así, en el panel (a) del gráfico 2 se observa que un 20,8% de todas las madres elegibles —es decir, con niños menores de 12 años— en empleos fijos están trabajando con un contrato de reducción de jornada cubierto por la Ley 39/99 (un 47,6% medido sobre el total de madres elegibles trabajando a tiempo parcial; panel (b) del gráfico). La incidencia en el caso de los hombres elegibles

es prácticamente nula, de tan solo el 1,0%. Tal y como he comentado antes, las garantías ofrecidas por la Ley 39/99 son efectivas en la práctica únicamente si el trabajador está protegido por un contrato indefinido. En consonancia con esto, menos de un 1% de los padres y tan solo un 1% de las madres elegibles se acogen a esta modalidad contractual cuando tienen un empleo temporal.

En cuanto a las reducciones mínimas de jornada (de un octavo de la jornada completa), descritas en el panel (c), sorprende que los hombres encabezan el *ranking*, con casi la mitad de todas las reducciones de jornada bajo esta categoría. Es decir, los hombres no solo se acogen menos a la reducción de jornada por motivos familiares sino que cuando lo hacen se acogen a la modalidad de reducción mínima. En el caso de las mujeres, las reducciones mínimas representan un nada despreciable 20,5% del total de reducciones. El gráfico 3 muestra que el porcentaje de mujeres que se acogen a la reducción de jornada es mayor en empresas de mayor tamaño (medido por el número de trabajadores) y en ocupaciones de mayor nivel de cualificación.

En conjunto, pues, de todas las reducciones de jornada por motivos familiares, un 95,8% corresponde a madres y solo un 4,2% a padres (panel (d), gráfico 2). Por tanto, se trata de una

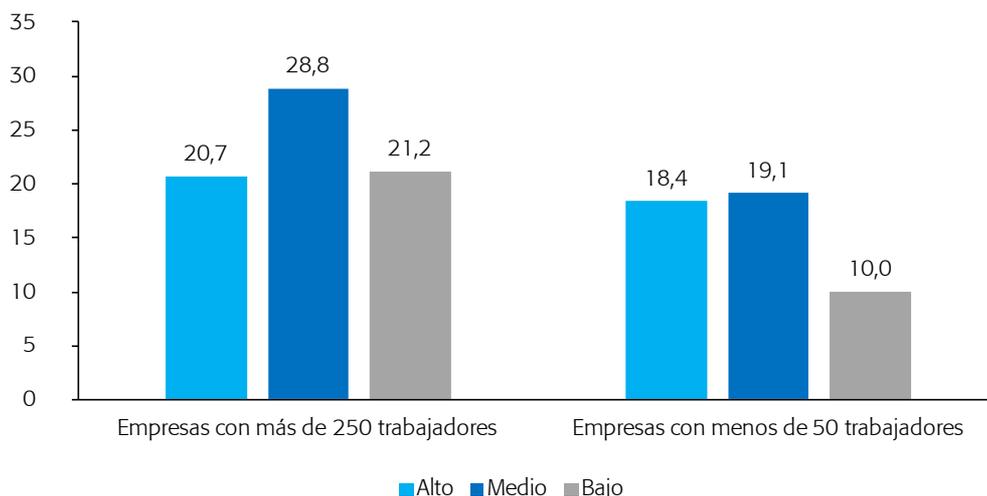
fórmula contractual que evidencia en extremo las diferencias de género que existen en relación al cuidado de los menores y el horario laboral. Estas diferencias de género son más sorprendentes entendidas en el contexto de la Ley 39/99, pues la norma ofrece claros incentivos para que no solamente madres, sino también padres, se acogan a esta modalidad contractual: la protección casi total contra un despido improcedente y la posibilidad de reducción mínima de jornada con la correspondiente reducción, también mínima, del salario.

El elevado grado de protección contra el despido que ofrece este tipo de contratos queda reflejado en el gráfico 4. En este gráfico analizo la tasa de separaciones entre empresa y trabajador, en un año determinado. Para ello, utilizo la misma base de datos, la *MCVL*, pero midiendo ahora el porcentaje de individuos que conservan el mismo empleo en la misma

Gráfico 3

### Reducciones de jornada por nivel de cualificación del puesto de trabajo y tamaño de la empresa

(En porcentaje sobre las madres elegibles)



*Notas:* Mujeres elegibles con contrato permanente en empresas del sector privado. Las ocupaciones de nivel de cualificación alto se corresponden con tareas directivas de grado medio o alto. Las de nivel de ocupación medio se corresponden con tareas no manuales de grado medio-bajo, tales como de supervisión y administrativas. Las ocupaciones de nivel de ocupación bajo se corresponden con tareas manuales.

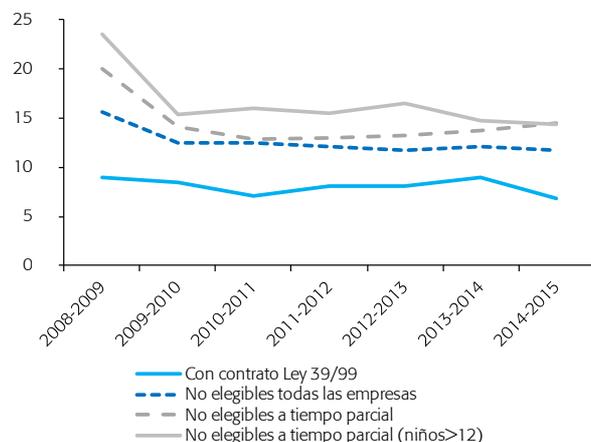
*Fuente:* Elaboración propia a partir de los datos de la *MCVL*, 2015.

Gráfico 4

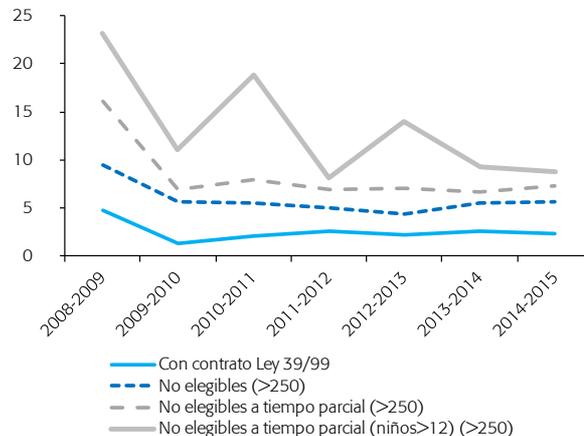
### Tasas de separación: asalariadas que no mantienen su mismo empleo de un año al siguiente. Mujeres con reducción de jornada por cuidado de menores versus mujeres no elegibles

(Porcentajes)

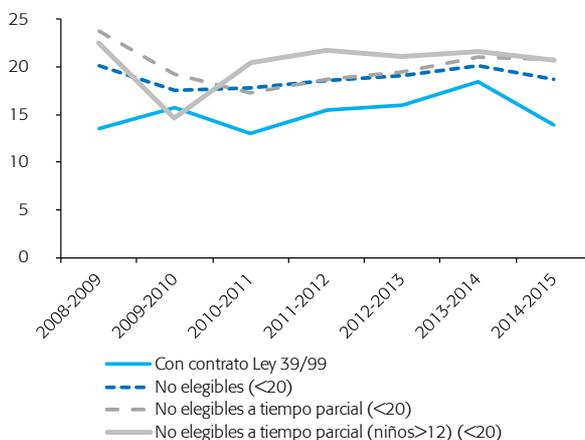
Panel a. Todas las empresas



Panel b. Empresas con más de 250 trabajadores



Panel c. Empresas con menos de 20 trabajadores



Notas: El gráfico muestra las tasas de separación de las mujeres en reducción de jornada (con contrato Ley 39/99) y de las mujeres no elegibles. Para el caso de las mujeres no elegibles, los valores se corresponden a los coeficientes estimados en regresiones donde se controla por la edad de la mujer, año y sector de ocupación.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la MCVL.

empresa de un año a otro<sup>8</sup>. Me centro en las mujeres con contrato indefinido y divididas

en dos grupos: aquellas que se acogieron a la reducción de jornada (contrato Ley 39/99) y

<sup>8</sup> Para este análisis utilizo la ola 2015 de la MCVL. Dada la naturaleza de estos datos, es posible que las tasas de separación estimadas sean inferiores a las reales. Ello es debido a que en la ola de 2015 únicamente aparecen aquellas trabajadoras que mantenían una relación con la Seguridad Social en 2015, ya sea por motivo de empleo o por cobro de prestación (por ejemplo, prestación de desempleo). Así, si por ejemplo una mujer estaba ocupada en 2008 pero dejó de estarlo en 2009 y agotó su derecho a prestación en los años siguientes, no aparecerá en la ola de 2015. Dado que el análisis se centra en las trabajadoras con contrato indefinido en 2008, es de suponer que este problema es relativamente menor. En todo caso, el análisis debe entenderse más representativo de aquellas trabajadoras con una fuerte participación (*attachment*) en el mercado laboral.

las comparo con otras mujeres de condición socioeconómica similar pero que no eran elegibles para acogerse a la reducción de jornada al no tener hijos menores de 12 años. Los paneles (a), (b) y (c) del gráfico 4 muestran las tasas de separación para estos grupos de mujeres en todas las empresas, en las empresas con más de 250 trabajadores y en las empresas con menos de 20 trabajadores, respectivamente. Tal y como puede verse en el gráfico, las mujeres con reducción de jornada (contrato Ley 39/99) presentan unas tasas de separación significativamente menores a las de otras mujeres similares, pero sin contrato de reducción de jornada. Estas diferencias son mayores en empresas grandes (más de 250 trabajadores) y cuando se compara a las mujeres acogidas a reducción de jornada con las mujeres no-elegibles en trabajos a tiempo parcial y con hijos con edades superiores a los 12 años. Las diferencias en las tasas de separación son particularmente elevadas en el período 2008-2009, el año de mayor destrucción de empleo durante la Gran Recesión. Por ejemplo, en el panel (a), las mujeres con reducción de

---

*Un 20,8% de todas las madres elegibles (con hijos menores de 12 años) en empleos fijos trabajan con un contrato de reducción de jornada cubierto por la Ley 39/1999, porcentaje que asciende al 47,6% entre las que trabajan a tiempo parcial. La incidencia en el caso de los hombres elegibles es prácticamente nula, de tan solo el 1%.*

---

jornada presentan una tasa de separación que es 14,5 puntos porcentuales menor (un 61,7% menor) a la de las mujeres con hijos mayores y en tiempo parcial, pero sin contrato de reducción (8,9% para las primeras versus 23,4% para las segundas). Es difícil saber si la mayor permanencia de las mujeres acogidas a la reducción de jornada se debe a un mayor coste de despido para estas mujeres o, por el con-

trario, a que estas mujeres no están dispuestas a abandonar un empleo permanente con reducción de jornada por miedo a perder los beneficios asociados a este tipo de contrato. Sin embargo, el hecho de que las diferencias entre los dos grupos de mujeres sean mayores en los años de más destrucción de empleo apunta hacia el elevado coste de despido como motivo principal.

Para ilustrar los efectos acumulados de esta protección, los gráficos 5 a 7 muestran las trayectorias laborales de los dos grupos de mujeres antes descritos, pero centrándose ahora en el porcentaje de mujeres que en 2015 conservaban aún el empleo que tenían en 2008. Como cabría esperar, las mujeres acogidas al contrato Ley 39/99 mantienen en mayor porcentaje el empleo que tenían en 2008 que las mujeres no elegibles. Nuevamente, las diferencias son mayores en el caso de empresas grandes y cuando se compara a las mujeres con reducción de jornada con otras mujeres trabajando a tiempo parcial pero sin hijos menores de 12 años. Por ejemplo, en el caso de mujeres trabajando a tiempo parcial en empresas grandes y ocupaciones de bajo nivel de cualificación (panel c del gráfico 7), la probabilidad de perder el empleo original durante la crisis es menos de la mitad para las mujeres con reducción de jornada que para las mujeres no elegibles. Así, en 2015, un 61,1% de las mujeres no elegibles estaba desocupada o trabajando en una empresa distinta al año 2008, por solamente un 25,2% en el caso de las mujeres con reducción de jornada por cuidado de menores.

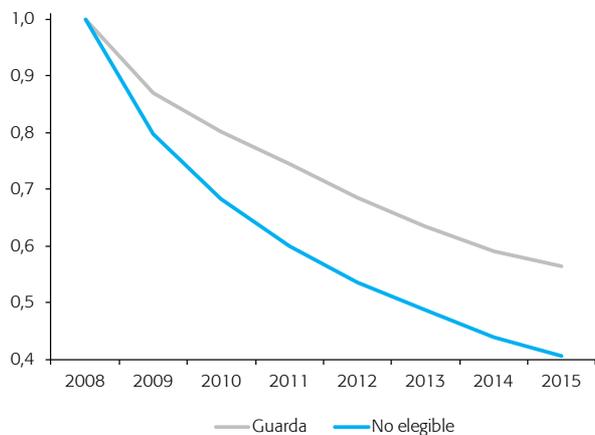
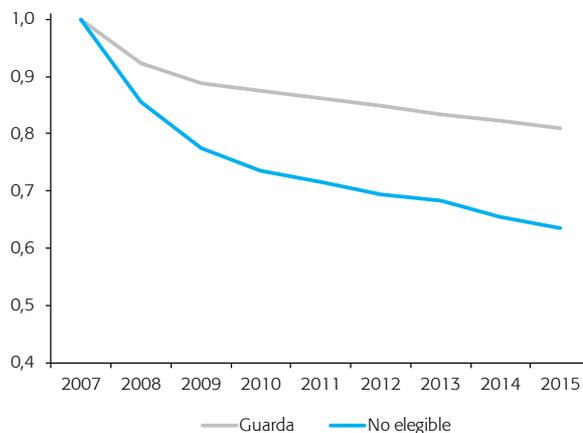
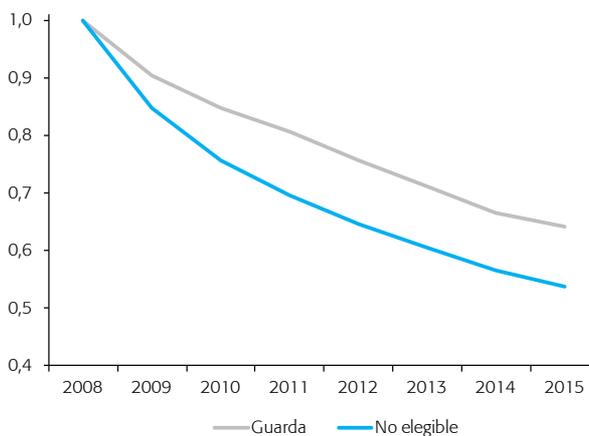
Se sabe que los costes de la Gran Recesión fueron mucho mayores para aquellos trabajadores que tuvieron que abandonar su puesto de trabajo y enfrentarse a unos nuevos contratos con salarios mucho menores (véase, por ejemplo, García, Jansen y Jiménez, 2014). En este sentido, el contrato de reducción de jornada sujeto a la Ley 39/99 parecería haber favorecido a las mujeres que se pudieron acoger a él, al garantizarles un nivel de protección adicional contra el despido. El gráfico 8 muestra la correlación entre reducciones de jornada y tasa de destrucción de empleo

Gráfico 5

## Asalariadas que mantuvieron el empleo de 2008. Mujeres con reducción de jornada por cuidado de menores versus mujeres no elegibles

(Base 1 en 2008)

Panel a. Todos los individuos

Panel b. Todos los individuos  
(Empresas con más de 250 trabajadores)Panel c. Todos los individuos  
(Empresas con menos de 50 trabajadores)

*Notas:* Mujeres que en algún momento durante el período 2008-2015 se acogieron al contrato de reducción de jornada Ley 39/99 (Guarda) en comparación a mujeres no elegibles en ningún momento del período 2008-2015. Resultados de estimar regresiones que controlan por la edad de la mujer, año y sector de ocupación. Todas las mujeres tenían un contrato indefinido en 2008 y trabajaban como asalariadas en el sector privado. El tamaño de la empresa se refiere al puesto de trabajo en 2008.

*Fuente:* Elaboración propia a partir de los datos de la MCVL (ola, 2015).

al nivel de actividad económica (clasificación CNAE99-2 dígitos). El análisis se centra en el subgrupo de trabajadoras que entre 2008 y 2015

mantuvieron el mismo empleo en la misma empresa y que en 2017 no tenían reducción de jornada pero que fueron elegibles para acogerse

a este tipo de contrato en algún momento posterior. Tal y como se puede observar en el gráfico, existe un porcentaje mayor de mujeres elegibles

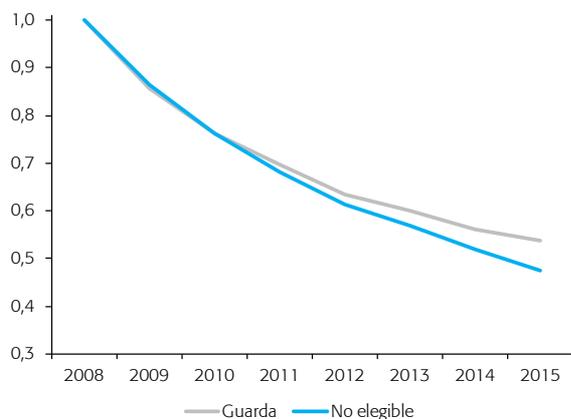
que se acogen a esta fórmula contractual en algún momento entre 2008 y 2015 cuando el ritmo de destrucción de empleo en su sector de actividad

Gráfico 6

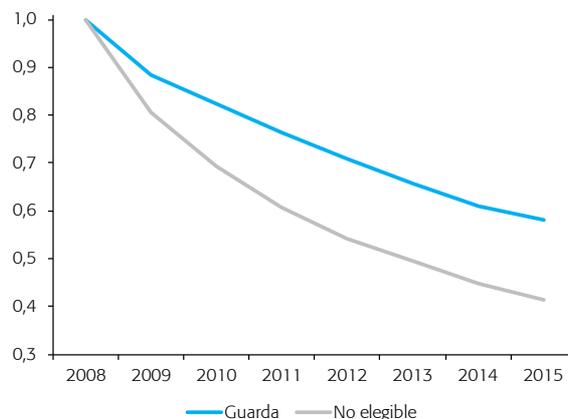
### Asalariadas que mantuvieron el empleo de 2008. Mujeres con reducción de jornada por cuidado de menores versus mujeres no elegibles, por nivel de ocupación

(Base 1 en 2008)

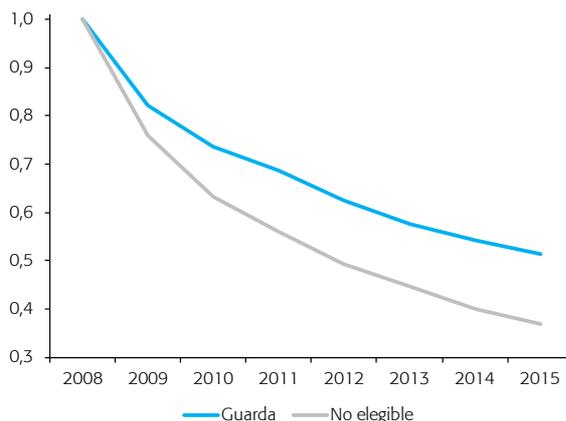
Panel a. Alto nivel de cualificación



Panel b. Nivel de cualificación medio



Panel c. Bajo nivel de cualificación



*Notas:* Mujeres que en algún momento durante el período 2008-2015 se acogieron al contrato de reducción de jornada Ley 39/99 (Guarda) en comparación a mujeres no elegibles en ningún momento del período 2008-2015. Resultados de estimar regresiones que controlan por la edad de la mujer, año y sector de ocupación. Todas las mujeres tenían un contrato indefinido en 2008 y trabajaban como asalariadas en el sector privado. El nivel de cualificación se refiere al empleo de 2008.

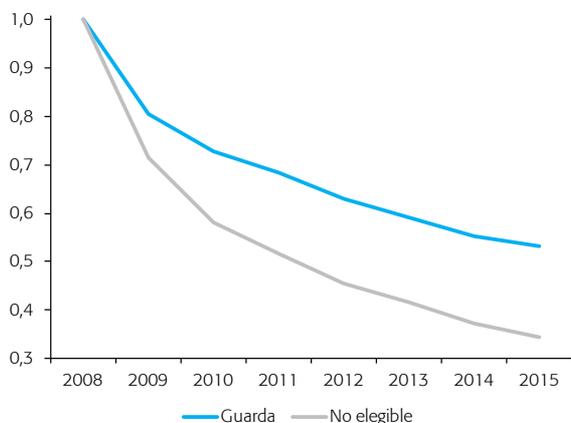
*Fuente:* Elaboración propia a partir de los datos de la MCVL (ola 2015).

Gráfico 7

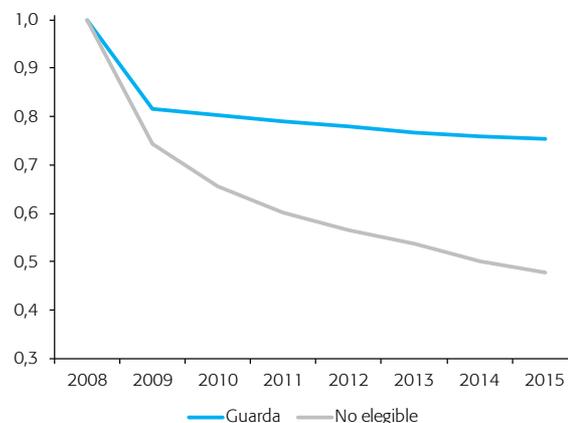
**Asalariadas que mantuvieron el empleo de 2008. Mujeres con reducción de jornada por cuidado de menores versus mujeres no elegibles, por nivel de ocupación. Mujeres trabajando a tiempo parcial en 2008**

(Base 1 en 2008)

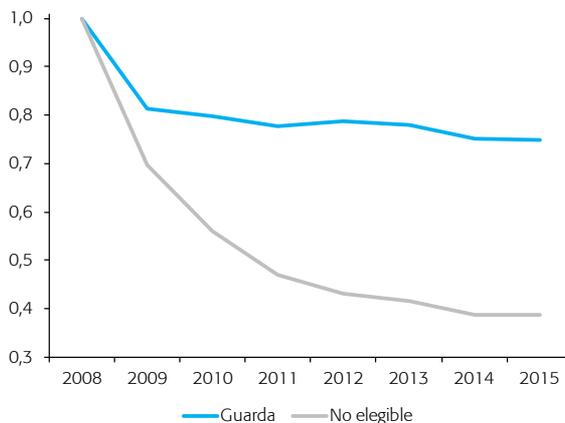
Panel a. Todos los individuos



Panel b. Todos los individuos  
(Empresas con más de 250 trabajadores)



Panel c. Bajo nivel de cualificación  
(Empresas con más de 250 trabajadores)

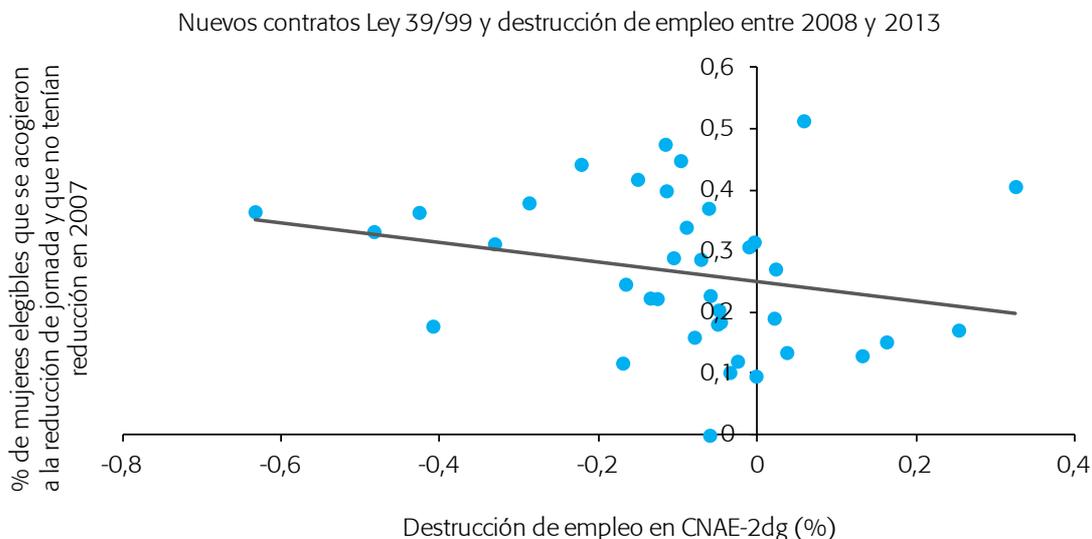


*Notas:* Mujeres que en algún momento durante el período 2008-2015 se acogieron al contrato de reducción de jornada Ley 39/99 (Guarda) en comparación a mujeres no elegibles en ningún momento del período 2008-2015. Resultados de estimar regresiones que controlan por la edad de la mujer, año y sector de ocupación. Todas las mujeres tenían un contrato indefinido en 2008 y trabajaban como asalariadas en el sector privado y a tiempo parcial. El tamaño de la empresa y nivel de cualificación se refieren al empleo de 2008.

*Fuente:* Elaboración propia a partir de los datos de la MCVL (ola, 2015).

Gráfico 8

**Porcentaje de mujeres elegibles que se acogen a la reducción de jornada (Ley 39/99) en algún momento entre 2008 y 2013 y que en 2007 no trabajaban con reducción de jornada, según ritmo de destrucción de empleo en el sector de ocupación**



*Notas:* Muestra de mujeres asalariadas del sector privado con contrato indefinido en 2008, que mantuvieron una relación estable con su empresa entre 2008-2013 y que no estaban trabajando en reducción de jornada a principios de 2008. Clasificación de actividades basada en CNAE99, 2-dígitos. Muestra de individuos en CNAEs con más de 100.000 trabajadores en 2009. Todas las mujeres en la muestra fueron elegibles en algún momento entre 2008 y 2013. La tasa de destrucción de empleo es la diferencia porcentual en el número de ocupados entre 2008 y 2014. CNAE99 al nivel de dos dígitos. El gráfico representa únicamente aquellos CNAEs con un mínimo de 100.000 ocupados en 2009.

*Fuente:* Elaboración propia a partir de los datos de la *MCVL*.

es mayor<sup>9</sup>. Cuando en un análisis de regresión controlado por la edad del individuo, nivel de ocupación, provincia, tamaño de la empresa y edad del hijo encuentro que por cada 10% de destrucción de empleo adicional se da un aumento del 3,48% en la probabilidad de que una mujer elegible se acogiera a la reducción de jornada (cuadro 1), con un impacto superior cuando miro el porcentaje de reducciones de jornada mínimas, de hasta un 9,4% en el caso de empresas de menos de 75 trabajadores.

## Conclusiones

A pesar de los avances en la igualdad de género en España durante las últimas décadas, las mujeres todavía se responsabilizan en mayor medida que los hombres del cuidado de los menores. Estas responsabilidades familiares limitan las posibilidades de muchas mujeres para dedicarse en igualdad de condiciones que los hombres al mercado laboral, sobre todo en un contexto como el español donde todavía abundan los horarios

<sup>9</sup> De la Rica y Gorjón (2016) encuentran el resultado opuesto en un análisis que compara la incidencia del contrato de reducción de jornada en el período 2004-2007 con el período de crisis económica 2008-2011. La diferencia con sus resultados puede deberse a la distinta metodología usada o a los distintos años del análisis. También, en marzo de 2007 se reformó la Ley 39/99 reduciendo el límite mínimo de reducción (de 1/3 a 1/18) y ampliando el límite de edad del hijo de 8 a 12 años. Estos cambios hacen particularmente complicado un análisis que compare el grado de adopción del contrato de reducción de jornada antes y después de 2007.

Cuadro 1

## Probabilidad de reducción de jornada (Ley 39/99) y ritmo de destrucción de empleo

Panel a. Probabilidad de reducción de jornada				
	Todas las empresas (1)	Todas las empresas (2)	Empresas con más de 75 trabajadores (3)	Empresas con menos de 75 trabajadores (4)
Destrucción de empleo (%)	-.053 (.042)	-.091** (.040)	-.133 (.088)	-.102** (.046)
Probabilidad media	.2614	.2614	.3080	.2243
Impacto 10% destrucción de empleo	+2.03%	+3.48%	+4.32%	+4.55%
Controles	NO	SÍ	SÍ	SÍ
Número de individuos	12,064	12,064	5,354	6,710
R2	.001	.146	.154	.145
Panel b. Probabilidad de reducción mínima (1/8)				
	Todas las empresas (1)	Todas las empresas (2)	Empresas con más de 75 trabajadores (3)	Empresas con menos de 75 trabajadores (4)
Destrucción de empleo (%)	-.029 (.020)	-.024 (.020)	-.073 (.058)	-.035* (.021)
Probabilidad media	.056	.056	.080	.037
Impacto 10% destrucción de empleo	+5.18%	+4.29%	+9.13%	+9.46%
Controles	NO	SÍ	SÍ	SÍ
Número de individuos	12,064	12,064	5,354	6,710
R2	.002	.041	.061	.040

Notas: \*\*\*p < 0,01; \*\*p < 0,05; \*p < 0,10. Muestra de mujeres asalariadas del sector privado con contrato indefinido en 2008, que mantuvieron una relación estable con su empresa entre 2008-2013 y que no estaban trabajando en reducción de jornada a principios de 2008. Clasificación de actividades basada en CNAE99, 2-dígitos. Muestra de individuos en CNAEs con más de 100.000 trabajadores en 2009. Todas las mujeres en la muestra fueron elegibles en algún momento entre 2008 y 2013. La variable dependiente en el panel a (panel b) es la probabilidad de haberse acogido a la reducción de jornada (reducción mínima) en algún momento entre 2008 y 2013. Un signo negativo en la fila (destrucción de empleo) significa que una mayor intensidad en la reducción de empleo aumenta la probabilidad de reducción de jornada.

inflexibles y las largas jornadas de trabajo. La Ley 39/99 para la Conciliación de la Vida Laboral y Familiar reguló la reducción de jornada por motivos familiares concediendo a los trabajadores que se acogiesen a este tipo de contrato un elevado nivel de flexibilidad horaria y de protección frente al despido. A pesar de este nivel de protección y

de que la ley otorga los mismos derechos a hombres que a mujeres, solo ellas se han acogido a este tipo de contrato, representando más del 95% de todos los casos. La ley, por lo tanto, ha fracasado en el objetivo de reducir la brecha que existe entre hombres y mujeres en la adopción de jornadas reducidas y flexibles para conciliar vida

laboral y familiar. Además, y si bien es cierto que las mujeres con este contrato han gozado de un nivel de protección y estabilidad en su puesto de trabajo más elevado que otras mujeres con similares características, también lo es que únicamente aquellas con un contrato permanente han podido acogerse a la reducción de jornada prevista en la Ley 39/99. Así, esta ley ha abierto una nueva brecha, entre mujeres protegidas por este contrato y las que no lo están, ya sea por no tener hijos menores de 12 años o por estar empleadas con un contrato temporal. Finalmente, no es descartable que esta regulación esté teniendo efectos negativos no deseados sobre el conjunto de mujeres en edad de tener hijos, tales como una menor probabilidad de empleo o de contratación indefinida<sup>10</sup>.

---

*La Ley 39/1999 ha abierto una nueva brecha, entre mujeres protegidas por este contrato y las que no lo están, ya sea por no tener hijos menores de 12 años o por estar empleadas a tiempo parcial. No es descartable que esta regulación esté teniendo efectos no deseados, como una menor probabilidad de empleo o de contratación indefinida entre las mujeres en edad de tener hijos.*

---

La reducción de la brecha de género pasa por dos estrategias: 1) aumentar la participación de los hombres en el cuidado de los hijos; 2) reducir los costes de la flexibilidad de los horarios de trabajo.

Respecto a la primera estrategia, se está avanzando en políticas, como, por ejemplo, los

permisos de paternidad no transferibles (Farré y González, 2017)<sup>11</sup>. Sin embargo este tipo de políticas no reduce los costes para la empresa de la jornada flexible; simplemente los distribuye de forma más equitativa entre hombres y mujeres. Además, su impacto seguirá siendo limitado mientras existan grandes diferencias por género, tal y como ocurre con el permiso de paternidad en España, que siendo de cuatro semanas<sup>12</sup>, supone solamente una cuarta parte de la baja por maternidad. Respecto a la segunda estrategia, tal y como Goldin (2014) demuestra, las nuevas tecnologías están reduciendo los costes de la jornada flexible con posiblemente mayor eficacia que la mayoría de las políticas públicas existentes.

## Referencias

- BERTRAND, M.; GOLDIN, C., y L. F. KATZ (2010), "Dynamics of the gender gap for young professionals in the financial and corporate sectors", *American Economic Journal: Applied Economics* 2 (3): 228-255.
- BLAU, F. D.; FERBER, M. A., y A. E. WINKLER (2013), *The economics of women, men, and work*, Pearson, 7 edition.
- CONDE RUIZ, J. I., e I. MARRA DE ARTIÑANO (2016), "Gender gaps in the Spanish labor market", *FEDEA Estudios sobre la Economía Española*, 32.
- CONNOLLY, S., y M. GREGORY (2008), "Moving Down: Women's Part-Time Work and Occupational Change in Britain, 1991-2001", *Economic Journal*, 118: F52-F76.
- (2009), "The Part-Time Pay Penalty: Earnings Trajectories of British Women", *Oxford Economic Papers*, 61(S1): 76-97.

<sup>10</sup> De la Rica y Gorjón (2016) encuentran evidencia de estos efectos no deseados usando la MCVL de 2004. En un trabajo en curso (Fernández-Kranz y Rodríguez-Planas, 2013), analizamos los efectos de la norma más en el largo plazo, usando la MCVL de 2010 y encontramos evidencia de que tras la aprobación de la Ley 39/99, las empresas podrían ser más reacias a contratar mujeres en edad de tener hijos y a ofrecerles un contrato indefinido, unos efectos no deseados que aumentan con el número de años tras la aprobación de la reforma.

<sup>11</sup> Farré y González (2017) analizan el impacto de la introducción del permiso de paternidad no-transferible en España en 2007. Las autoras encuentran efectos limitados en el largo plazo de esta política, sugiriendo como posible explicación la todavía corta duración de este permiso, sobre todo en comparación al permiso de maternidad.

<sup>12</sup> El permiso de paternidad no transferible se implanta por primera vez en 2007 y se fija en dos semanas. En enero de 2017, este permiso se amplía de dos a cuatro semanas. Actualmente las madres cuentan con 16 semanas de permiso de las cuales diez son transferibles al padre. Sin embargo, menos del 2% de los padres se toman alguna parte de ese tiempo.

- COOK, C.; DIAMOND, R.; HALL, J.; LIST, J., y P. OYER (2018), "The Gender Earnings Gap in the Gig Economy: Evidence from over a Million Rideshare Drivers", No. 00634, *The Field Experiments Website*.
- DE LA RICA, S. (2012), "La brecha salarial de Género en España: Algunas aclaraciones", *nadaesgratis.es*.
- (2014), "A vueltas con la jornada parcial en España", *nadaesgratis.es*.
- DE LA RICA, S., y L. GORJÓN (2016), "The impact of family-friendly policies in Spain and their use throughout the business cycle", *IZA Journal of European Labor Studies*, 5, nº 1: 9.
- DOLADO, J. J.; GARCÍA-PENALOSA, C., y L. TARASONIS (2016), "The Changing Nature of Gender Selection into Employment: Europe over the Great Recession", *Documento de trabajo*.
- FARRÉ, L., y L. GONZÁLEZ (2017), "The Effects of Paternity Leave on Fertility and Labor Market Outcomes", *IZA Discussion paper 10865*.
- FERNÁNDEZ-KRANZ, D., y N. RODRÍGUEZ-PLANAS (2011a), "The part-time pay penalty in a segmented labor market", *Labour Economics* 18 (5): 591-606.
- (2011b), "Unintended Effects of a Family-Friendly Law in a Segmented Labor Market," *IZA discussion paper 5709*.
- (2013), "Can Parents' Right to Work Part-Time Hurt Childbearing-Aged Women? A Natural Experiment with Administrative Data", *IZA working paper 7509*.
- FERNÁNDEZ-KRANZ, D.; LACUESTA, A., y N. RODRÍGUEZ-PLANAS (2013), "The motherhood earnings dip: Evidence from administrative records", *Journal of Human Resources*, 48(1): 169-197.
- GARCÍA, J. I.; JANSEN, M., y S. JIMÉNEZ (2014), "El derrumbamiento de los salarios iniciales", *nadaesgratis.es*.
- GOLDIN, C. (2014), "A grand gender convergence: Its last chapter", *The American Economic Review*, 104: 1091-1119.
- GONZÁLEZ, L. (2017), "Más sobre tendencias en el mercado laboral español", *nadaesgratis.es*.
- HIRSCH, B. (2005), "Why Do Part-Time Workers Earn Less? The Role of Worker and Job Skills", *Industrial and Labor Relations Review*, 58(July):525-51.
- MANNING, A., y B. PETRONGOLO (2008), "The Part-Time Pay Penalty for Women in Britain", *The Economic Journal*, 118: F28-51.
- OLIVETTI, C., y B. PETRONGOLO (2008), "Unequal pay or unequal employment? A cross-country analysis of gender gaps", *Journal of Labor Economics*, 26 (4): 621-654.
- WALDFOGEL J. (1998), "Understanding the Family Gap in Pay for Women with Children", *Journal of Economic Perspectives*, 12 (1), Winter: 137-56.

## La consolidación fiscal en curso: entre los riesgos de incumplimiento y los retos pendientes\*

Santiago Lago Peñas\*\*

**Las administraciones públicas españolas cerraron el ejercicio 2017 cumpliendo el objetivo de déficit público (-3,1% del PIB). Desde 2015 la coyuntura económica ha sido claramente positiva y también la Comisión Europea ha sido flexible en la exigencia de los objetivos de reducción del déficit. Por el contrario, la coyuntura política es de una gran complejidad. El primer semestre de 2017 y de 2018 han sido gestionados con un presupuesto prorrogado, con lo que ello supone de provisionalidad e inacción estratégica en materias tan importantes como el sistema fiscal, pensiones o financiación autonómica. Es verdad que se cumplen los objetivos, pero no se están haciendo los deberes todo lo bien que se podría y debería hacer. Hay un esfuerzo insuficiente para recortar el déficit estructural durante los próximos años y, a su vez, los escenarios futuros de deuda pública son muy preocupantes. El margen de reformas sigue siendo sustancial, tanto por el lado de los ingresos como en el de los gastos.**

La consolidación fiscal en España se ha desarrollado en un entorno bipolar en el último trienio. Por un lado, la coyuntura económica es claramente positiva. Desde 2015, la expansión del PIB español es de las más vigorosas en el seno de la Unión Europea. Se ha recuperado el nivel de PIB previo a la crisis y en 2018 el llamado *output gap* volverá a ser positivo, según las estimaciones oficiales<sup>1</sup>. Los tipos de interés se sitúan en mínimos históricos, lo que reduce extraordinariamente la carga de la deuda pública. En paralelo, la Comisión

Europea ha sido muy flexible en la exigencia de los objetivos de reducción del déficit. Basta comparar la senda establecida en la *Actualización del Programa de Estabilidad y del Plan Presupuestario 2018* para el cuatrienio 2015-2018 con los registros alcanzados y el objetivo para el año en curso: una relajación en las cifras entre punto y medio y dos puntos porcentuales de PIB.

En sentido contrario, la coyuntura política es compleja como nunca antes lo había sido. Los Pre-

\* Agradezco los comentarios y sugerencias de Javier Pérez y Carlos Cuerpo, así como la asistencia de Fernanda Martínez y Alejandro Domínguez. La responsabilidad de cualquier error u omisión es, no obstante, exclusiva del autor.

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

<sup>1</sup> Según la Comisión Europea (2018), el *output gap* alcanzó el -8,2% en el bienio 2013-2014, para corregirse hasta -0,1% en 2017 y +1,4% en 2018. Por su parte, el Gobierno de España en el *Programa de Estabilidad para 2018-2021* rebaja ambas cifras hasta -1,6 y +0,1%. El crecimiento observado del PIB en 2014 fue de -0,2% para pasar a +3,4% en 2015, +3,3% en 2016 y +3,1% en 2017.

supuestos Generales del Estado (PGE) para 2016 se aprobaron un trimestre antes de lo habitual, en previsión de que las elecciones generales que se celebraron en diciembre de 2016 frenasen el ciclo presupuestario. Lo opuesto ha ocurrido en los dos ejercicios siguientes. El primer semestre de 2017 y 2018 han sido gestionados con un presupuesto prorrogado, con lo que ello supone de provisionalidad e inacción estratégica. En los últimos dos años, la fragmentación en el Parlamento ha imposibilitado discutir y aprobar reformas de calado tanto en el lado de los ingresos como por el del gasto público: sistema fiscal, financiación territorial o pensiones. Reformas pendientes que se acumulan sin que existan perspectivas de solución a corto plazo.

En resumen, es verdad que España ha cumplido con los objetivos de déficit público. Pero porque las metas se han ido relajando sustancialmente y la coyuntura económica ha sido incluso mejor que la esperada. No se están haciendo los deberes todo lo bien que se podría y debería hacer.

El objetivo de este trabajo es, precisamente, revisar los objetivos y sendas del marco fiscal español a corto, medio y largo plazo, partiendo de una somera revisión de la ejecución presupuesta-

ria en 2017 y los primeros meses de 2018. A continuación, se evalúa el cuadro que se dibuja en los Presupuestos Generales del Estado (PGE-2018) y su tramitación parlamentaria; en la siguiente sección se revisa el escenario de medio plazo de la *Actualización del Programa de Estabilidad y del Plan Presupuestario 2018-2021*; y se finaliza con una referencia a la dinámica de la deuda pública proyectada hasta 2027.

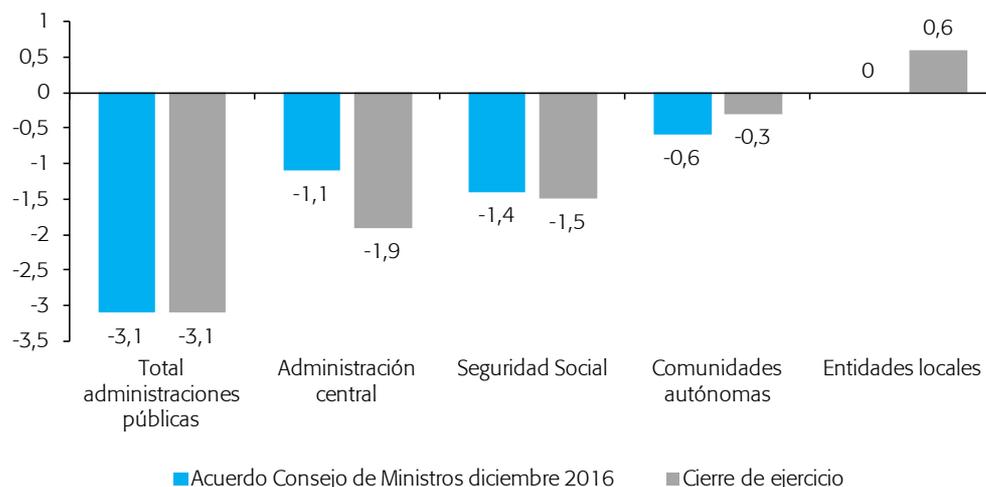
## El cierre de 2017 y el arranque de 2018

Como muestra el gráfico 1, las administraciones públicas españolas cerraron el ejercicio 2017 cumpliendo el objetivo vigente (-3,1%). Los resultados no deberían sorprender. Ya en la segunda mitad de 2017, la consecución del objetivo global para el conjunto del año se fue convirtiendo en la apuesta dominante para la mayoría de los organismos públicos y privados (Lago-Peñas, 2017). Tampoco debería extrañar que se haya producido una diversidad notable en el grado de cumplimiento por subsectores, aunque es verdad que el cierre de ejercicio para las comunidades autónomas está en la banda más favorable de las previsiones. En todo caso, la desviación sistemática de los objeti-

Gráfico 1

### Previsión inicial y cierre del déficit en 2017 por subsectores

(En porcentaje del PIB)



Fuente: AIREF (2018).

vos de algunos subsectores que hemos visto en el último trienio (en particular, en el caso de las corporaciones locales y la Seguridad Social) debería motivar una reflexión sobre la adecuación de los objetivos de cada subsector a la realidad. Una estrategia fiscal sistemáticamente sesgada acaba generando problemas de credibilidad y expectativas de laxitud en la exigencia de cumplimiento<sup>2</sup>. Contar con el superávit de un nivel de gobierno (el local) para enjugar las desviaciones de otros es una posibilidad. Que cada subsector se ate a sus propios objetivos y que las posibles desviaciones positivas se utilicen para acelerar la reducción del déficit conjunto de las administraciones públicas es la alternativa. Como veremos en secciones posteriores de este artículo, la segunda posibilidad encaja mejor como respuesta a la lentitud que caracteriza el proceso de consolidación fiscal en España.

En lo que concierne al año en curso, la información disponible sobre la ejecución presupuestaria se limita a los dos primeros meses y deja al margen a las corporaciones locales. El objetivo establecido para 2018 es reducir el déficit 0,9 puntos porcentuales, de -3,1% a -2,2%. En el primer bimestre de 2018, la corrección acumulada es ligeramente

inferior a un sexto (0,13 puntos porcentuales), una reducción que se reparte a mitades entre la Administración central y las comunidades autónomas (gráfico 2).

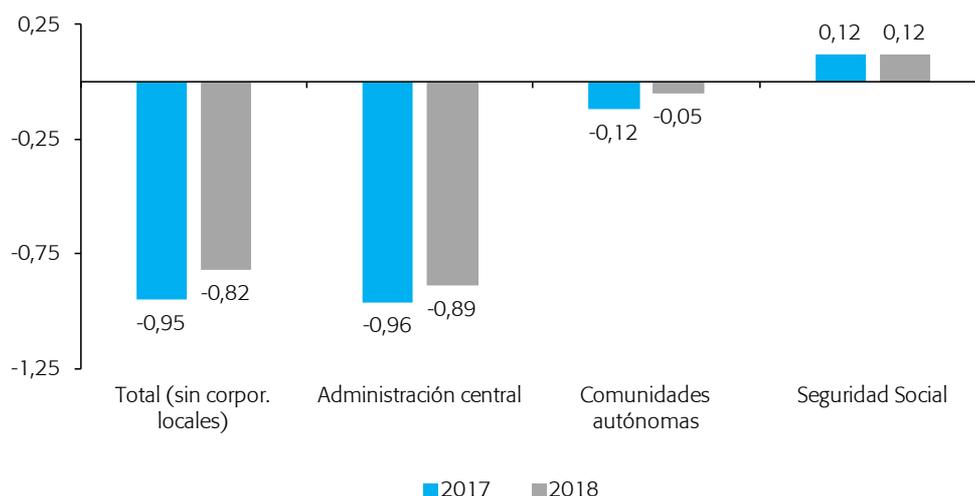
En marzo de 2018, el Consenso de Funcas (2018) y la Comisión Europea (2018) apostaban por un leve incumplimiento de dos décimas (-2,4%), aunque el rango de valores que muestra el primero es todavía amplio, desde -1,8% a -2,6%. En la parte superior de este intervalo aparece el Banco de España (2018) en sus proyecciones hechas públicas en marzo (-2,5%). La misma cifra es la que refleja el *Fiscal Monitor* presentado en abril por el Fondo Monetario Internacional (2018).

La reciente evaluación de la AIREF (2018), anterior a la fase de tramitación parlamentaria de los PGE-2018, consideraba "ajustado pero factible" el cumplimiento del objetivo de estabilidad, con una probabilidad del 40% y un intervalo de confianza para sus previsiones cuyo punto central se acerca también a -2,5%. Las proyecciones de la AIREF apuntan, de nuevo, a un superávit de las corporaciones locales similar

Gráfico 2

### Ejecución presupuestaria hasta el 28 de febrero de 2018

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública (2018a).

<sup>2</sup> AIREF (2018) se expresa en sentido similar.

al de 2017,<sup>3</sup> que compensaría un muy probable incumplimiento de la Seguridad Social y un probable incumplimiento de la Administración central.

---

*Con la información parcial sobre ejecución para el primer trimestre y las proyecciones efectuadas con los presupuestos municipales, autonómicos y del Estado, el cumplimiento del objetivo de déficit en 2018 no está garantizado. De hecho, no es el escenario más probable.*

---

Abundando en esta alza en las previsiones con el paso de los meses, la primera semana de mayo la Comisión Europea (2018b) se muestra crítica con el tono de las medidas presupuestarias contenidas en el proyecto de PGE-2018 y pronostica un déficit del -2,6%, antes incluso de la subida de las pensiones a la que nos referimos en el siguiente apartado, y un desequilibrio estructural que aumenta del -3,0% al -3,3%.

En síntesis, con la información parcial sobre ejecución para el primer trimestre y las proyecciones, los presupuestos de las comunidades autónomas y las corporaciones locales y el proyecto de PGE-2018 que entró en el Congreso, el cumplimiento no estaría garantizado. De hecho, no es el escenario más probable. Y la situación se complica porque el proyecto de PGE-2018 está siendo modificado con medidas que elevan el gasto y que no han sido consideradas todavía en las proyecciones anteriores. A ello me refiero en el siguiente apartado, en el que se toma como referencia la *Actualización del Programa de Estabilidad 2018-2021* remitido a la Comisión Europea el 30 de abril de 2018.

## **El impacto de la tramitación de los PGE-2018**

La fragmentación parlamentaria ha convertido la fase de tramitación presupuestaria en clave

para la aprobación de los PGE-2018. A expensas de alteraciones adicionales, destaca claramente el incremento extraordinario de las pensiones en 2018 (+1,6%) y 2019 (+1,5%) muy superior al 0,25% recogido en el proyecto de PGE presentado en el Congreso. El coste de la medida es de 1.522 millones de euros en 2018 y 2.200 millones en 2019 (Ministerio de Hacienda, 2018b; apartado 4.2.3).

---

*En un contexto en el que el cumplimiento del objetivo de déficit y la credibilidad de los presupuestos están en juego, la escueta e imprecisa explicación sobre la financiación de la revalorización de las pensiones daña la reputación de la estabilidad presupuestaria.*

---

Una modificación que plantea, al menos, dos problemas. En primer lugar, soslaya la reforma del sistema de pensiones aprobada por el Gobierno en 2013. Si entonces la urgencia del momento (en plena tormenta financiera europea, con la economía española en riesgo de rescate) pudo justificar la toma de decisiones ejecutivas al margen del llamado "Pacto de Toledo", lo lógico ahora hubiese sido trasladar la posibilidad de flexibilización en la revalorización de las pensiones a ese espacio de consenso político y no volver a tomar decisiones unilaterales y que obedecen a cuestiones de táctica política. En segundo lugar, es difícil de asumir que una decisión que supone un crecimiento acumulado del gasto de tres décimas de PIB, no sea acompañada de una descripción completa y rigurosa de su financiación. En un contexto en el que el cumplimiento del objetivo del déficit y la credibilidad de los presupuestos están en juego, la escueta e imprecisa explicación sobre la financiación daña la reputación de la estabilidad presupuestaria. La coherencia presupuestaria exige algo más que una referencia a los 600 millones adicionales ya en 2018 de una nueva figura que aparece en una Directiva

<sup>3</sup> En marzo de 2018 se aprobó un decreto ley que flexibiliza la regla de gasto de las corporaciones locales y permite un incremento de sus inversiones. No obstante, la AIReF estima que el impacto en 2018 será solo de 200 millones de euros y que tendrá un escaso efecto en el superávit por el buen comportamiento de los gastos de funcionamiento.

Cuadro 1

**Objetivos de necesidad (-) o capacidad (+) de financiación de las administraciones públicas, 2017-2018**

(En porcentaje del PIB)

	2017	2018
Total	-3,1	-2,2
Administración central	-1,9	-0,7
Comunidades autónomas	-0,3	-0,4
Corporaciones locales	0,6	0,0
Seguridad Social	-1,5	-1,1

Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública (2018b).

europea presentada a finales de marzo (*Proposal for a Council Directive laying down rules relating to the corporate taxation of a significant digital presence*) y todavía en tramitación.

### Perspectivas de medio plazo: el Programa de Estabilidad 2018-2021

Como muestra el cuadro 2, el *Programa de Estabilidad 2018-2021* refleja una evolución convergente de gastos e ingresos para llegar el último año al equilibrio presupuestario (+0,1%). El recorrido de 3,2 puntos porcentuales se compone de un incremento de los ingre-

sos de 0,8 puntos porcentuales y un recorte en el peso del gasto de 2,4%; es decir, tres cuartas partes del ajuste gravitan sobre el gasto y un cuarto sobre el ingreso. Por otro lado, llama la atención el retraso acumulado en los objetivos. Según el Programa de Estabilidad 2015-2018, estaríamos ya muy próximos al equilibrio presupuestario (-0,3%), casi dos puntos por debajo del objetivo vigente para el ejercicio en curso. Y eso, con una coyuntura económica favorable y en la que sistemáticamente el PIB ha crecido más de lo previsto en los PGE de cada año<sup>4</sup>.

De hecho, el principal problema que muestra el Programa de Estabilidad es el insuficiente esfuerzo para recortar el déficit estructural; esto es, el déficit

Cuadro 2

**Output gap y saldos presupuestarios (2017-2021)**

(En porcentaje de PIB)

	2017	2018	2019	2020	2021
Saldo total	-3,1	-2,2	-1,3	-0,5	0,1
Total ingresos no financieros	37,9	38,3	38,5	38,6	38,7
Total gastos no financieros	41,0	40,5	39,8	39,1	38,6
Pro-memo: Déficit previsto en el <i>Programa de Estabilidad Fiscal 2015-2018</i>	-1,4	-0,3			

Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública (2018b).

<sup>4</sup> La modificación de objetivos se acordó en el Consejo de la Unión Europea de 8 de agosto de 2016. Entre las justificaciones dadas por el Gobierno aparece una tasa de inflación sustancialmente inferior a la esperada: aunque el PIB real crecía por encima de lo esperado, el PIB nominal (el denominador de los ratios que se establecen como objetivo) lo hacía por debajo.

depurado del efecto del ciclo económico. En el cuadro 3 se recogen las estimaciones del Ministerio de Hacienda y de la Comisión Europea, tanto del *output gap* como del déficit estructural para el trienio 2017-2019. Destacan dos conclusiones. La primera es que la Comisión Europea considera que España se sitúa ya en una posición cíclica positiva y, por tanto, el déficit estructural en 2018 es superior al total, porque el ciclo está ayudando. Al contrario, el Ministerio estima que la posición en 2018 es prácticamente neutral y, por tanto, el déficit observado coincide casi exactamente con el estructural. Dada la incertidumbre que acompaña los cálculos del *output gap* es difícil saber cuál de las dos estimaciones es más acertada, si bien es cierto que los cálculos independientes de la AIReF (2018) se aproximan más a los del Ministerio. En lo que sí existe mayor

*La reducción del déficit en el trienio 2017-2019 va a gravitar casi exclusivamente en la mejora del déficit cíclico, con un déficit estructural que se enquista entre el 2% y el 3% del PIB, según las estimaciones.*

consenso es en la segunda de las conclusiones: la reducción del déficit en el trienio 2017-2019 va a gravitar casi exclusivamente en la mejora del déficit cíclico, con un déficit estructural que se enquista. Esto conlleva el incumplimiento de la reducción anual de, al menos, medio punto del componente estructural del déficit que exige

la normativa europea, y dificulta la digestión del *stock* de deuda, como se demuestra en el siguiente apartado.

## La estabilidad fiscal más allá de 2021

Las proyecciones de estabilidad fiscal a largo plazo son particularmente complejas, porque a la incertidumbre sobre la evolución de los agregados macroeconómicos se le añade la indefinición sobre objetivos políticos. Más allá de 2021, no contamos con documentos que guíen las futuras decisiones políticas con incidencia presupuestaria. De hecho, incluso los que existen están sujetos a un margen significativo de alteración debido a la propia dinámica de los sistemas democráticos. No obstante, el objetivo se hace más sencillo si en vez de hablar de déficit, centramos la atención en la dinámica de la deuda. Una magnitud más fácil de simular, porque las inercias y el peso del pasado son sustancialmente superiores que en el déficit. En particular, España ha acumulado pasivos financieros de forma extraordinariamente rápida: en diez años ha pasado a ser una de las economías europeas con menor endeudamiento público a ser una de las más endeudadas, con unos pasivos financieros que en el cierre de 2017 rozaron el 100% del PIB.

Una deuda tan elevada es preocupante por cinco motivos. Primero, por la carga por intereses que supone. Una normalización de tipos en la

Cuadro 3

### Output gap y saldo presupuestario estructural (2017-2019)

(En porcentaje de PIB)

	2017	2018	2019
Output gap (Ministerio de Hacienda)	-1,6	0,1	1,2
Output gap (Comisión Europea)	-0,1	1,4	2,3
Saldo estructural (Ministerio de Hacienda)	-2,2	-2,1	-1,9
Saldo estructural (Comisión Europea)	-3,0	-3,3	-3,2

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Función Pública (2018b) y Comisión Europea (2018a, 2018b).

eurozona haría ascender rápida y sustancialmente la factura por intereses, restando grados de libertad al presupuesto. Segundo, por la inestabilidad que puede generar en mercados financieros agitados, como se demostró hace unos años con lo ocurrido con la prima de riesgo. Tercero, porque resta margen a la política fiscal de estabilización ante futuras crisis económicas. Cuarto, porque el nivel de referencia máximo para la deuda pública en la eurozona se sitúa en el 60%, casi cuarenta puntos por debajo de la cifra actual. Y quinto, porque el progresivo envejecimiento de la población supone un pasivo contingente que se materializará de forma progresiva en las tres próximas décadas en un mayor gasto en pensiones, sanidad y cuidados a la dependencia (Hernández de Cos, López-Rodríguez y Pérez, 2018). Obviamente, cuanto menor sea la deuda pública y menos exigente la consolidación fiscal pendiente, mayor será la capacidad de las cuentas públicas para afrontar ese desafío futuro.

*La elevada deuda pública es preocupante por la carga de intereses que puede suponer ante una subida de tipos, por la inestabilidad que podría generar en mercados financieros agitados, porque resta margen a la política fiscal ante futuras crisis económicas, y porque sobre ella gravita también el pasivo contingente del mayor gasto en pensiones, sanidad y dependencia en las tres próximas décadas.*

Por tanto, merece la pena detenerse a analizar cuál es la senda esperada de la deuda pública

a diez años vista en diferentes escenarios. Eso es lo que hacemos en el gráfico 3, elaborado utilizando la aplicación del observatorio interactivo de deuda pública que proporciona la AIReF<sup>5</sup>. En particular, se han simulado tres escenarios. El escenario neutral, el tensionado por una desaceleración del crecimiento del PIB nominal respecto al escenario base, y otro en el que la tensión se produce por un incremento en los tipos de interés<sup>6</sup>. Sin duda, los resultados dependen de múltiples supuestos que pueden discutirse y matizarse. Pero el relato fundamental se mantendría. Sin un cambio radical en los objetivos de déficit estructural antes comentados, una década será un período claramente insuficiente no ya para volver al nivel de deuda de diez años antes (35,6% del PIB), sino para alcanzar el umbral del 60%. En el escenario neutral, en 2027 la deuda pública seguiría en el 78% del PIB. Y la cifra aumentaría hasta 85% o más si se produce alguno de los choques simulados.

Las recientes simulaciones de la Comisión Europea (2018a) muestran un escenario aún más preocupante. Proyectando el actual déficit primario (esto es, excluyendo los intereses del cómputo) la ratio de deuda en el escenario central no bajaría del 95% en el año 2028. Un mensaje muy similar es el que emana de las proyecciones de Hernández de Cos, López-Rodríguez y Pérez (2018). Incluso en un escenario de crecimiento nominal medio del 3%, tipos de interés implícitos de la deuda pública bajos en perspectiva histórica (2,5%) y un superávit primario significativo (0,8%), la deuda no bajaría del 85% del PIB español en 2027.

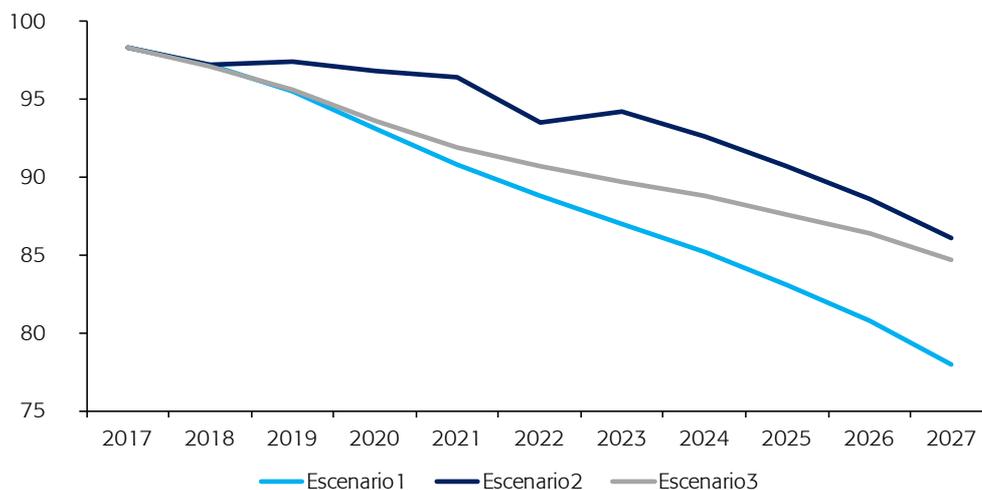
<sup>5</sup> Disponible en: <http://www.airef.es/observatorio-de-deuda>.

<sup>6</sup> De acuerdo con la nota metodológica de la AIReF, en el escenario 1 el saldo primario (saldo excluidos los intereses de la deuda) evoluciona de manera gradual y consistente con la consecución del objetivo de deuda en el largo plazo. Durante el proceso de convergencia, el cambio anual en el saldo primario tiende a un 0,25% del PIB por año. Además, se asume que el PIB converge gradualmente desde sus valores actuales hasta aproximadamente su potencial en 2018, y luego su crecimiento en términos nominales se estabiliza alrededor del 3,3%, con una inflación de largo plazo del 1,8%. En el escenario 2, se aplica una reducción del crecimiento real de la economía de un 1% de crecimiento del PIB y 0,5% en el defactor del PIB para los años 2017 a 2019. A partir de 2020, el PIB converge paulatinamente a su nivel potencial. Finalmente, en el escenario 3 se supone un aumento de los tipos de interés aplicados a los requerimientos de financiación, diferenciando entre las administraciones que se endeudan en el mercado (aumento del 0,5% promedio en los tipos) y aquellas que reciben financiación a través de mecanismos de ayuda (aumento del 1% promedio).

Gráfico 3

**Evolución de la deuda pública española en tres posibles escenarios en el período 2017-2027**

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de la aplicación del observatorio de deuda de AIReF, <http://www.airef.es/observatorio-de-deuda>

En definitiva, los objetivos de estabilidad fiscal en España son poco ambiciosos teniendo en cuenta tanto la coyuntura actual y prevista, como la enorme cantidad de deuda pública acumulada en la última década. Es necesario un mayor rigor y deben ser los ciudadanos los que, desde la responsabilidad y la coherencia, decidan mayoritariamente si las cuentas hay que cuadrarlas aumentando ingresos o recortando gastos.

La realidad es que, en ambos frentes, el margen para las reformas y mejoras es sustancial. Existe consenso sobre las debilidades del sistema tributario español y el reciente informe de la Comisión Europea (2018) incide en dos de ellos: la escasa recaudación por IVA debido al fraude y elusión fiscal y el alcance de los tipos reducidos y una fiscalidad ambiental débil en términos comparados. Pero el listado de retos y oportunidades es muy amplio y alcanza a la práctica totalidad de las figuras tributarias, como se muestra en el reciente documento de Funcas (2017).

Por el lado del gasto, el desafío es triple. Primero, avanzar en la cultura de la evaluación de políticas públicas, que permita incrementar la rentabilidad social de las inversiones y los programas de gasto corriente. El panorama actual en todos los niveles de gobierno es, en general, desolador<sup>7</sup>. Segundo, ganar en coherencia entre los derechos y la cartera de servicios públicos que se plasman en la legislación y los recursos que se utilizan; entre el Estado de bienestar que se desea y lo que colectivamente se está dispuesto a invertir realmente en él. Finalmente, aparecen áreas en las que el déficit de recursos es más notable en perspectiva internacional (Lago-Peñas y Martínez-Vázquez, 2016). En particular, en inversión en I+D+i, política familiar, programas de rentas contra la exclusión social y educación.

## Referencias

AIReF (2018), *Informe de los proyectos y líneas fundamentales de los Presupuestos de las*

<sup>7</sup> Una prometedora excepción en curso es el *Plan de Acción de la revisión del gasto en subvenciones del conjunto de las administraciones públicas (Spending review)* que el Gobierno ha encargado a la AIReF en cumplimiento a lo establecido en el *Programa de Estabilidad 2017-2020* (<http://www.airef.es/spending-review>).

- Administraciones Públicas: Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2018*, 17-4-2018, [www.airef.es](http://www.airef.es)
- BANCO DE ESPAÑA (2018), *Proyecciones macroeconómicas de España (2018-2020)*, marzo de 2018, [www.bde.es](http://www.bde.es)
- COMISIÓN EUROPEA (2018a), *Country Report Spain 2018*, 7-3-2018, SWD(2018)207 final, <https://ec.europa.eu>
- (2018b), *European Economic Forecast. Spring 2018*, <https://ec.europa.eu>
- FUNCAS (2017), “La teoría económica de las reformas fiscales: análisis y aplicaciones para España”, *Papeles de Economía Española*, 154, [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- (2018), *Panel de previsiones de la economía española*, 19-3-2018, [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- HERNÁNDEZ DE COS, P.; LÓPEZ-RODRÍGUEZ, D., y J. PÉREZ (2018), “Los retos del despalancamiento público”, *Documentos Ocasionales*, 1803, Banco de España, [www.bde.es](http://www.bde.es)
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2018), *Fiscal Monitor. April 2018*, [www.imf.org](http://www.imf.org)
- LAGO-PEÑAS, S. (2017), “Fiscal consolidation: Favourable economic conditions threatened by political uncertainty”, *SEFO*, 6(6), [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- LAGO PEÑAS, S., y J. MARTÍNEZ-VÁZQUEZ (2016), “El gasto público en España en perspectiva comparada: ¿Gastamos lo suficiente? ¿Gastamos bien?”, *Papeles de Economía Española*, 147: 2-25, [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (2018a), *Ejecución presupuestaria del Estado hasta el mes de septiembre de 2017*, 26-4-2018, [www.minhfp.gob.es](http://www.minhfp.gob.es)
- (2018b), *Actualización del Programa de Estabilidad 2018-2021*, 30-4-2018, [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2018-european-semester-stability-programme-spain-es\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2018-european-semester-stability-programme-spain-es_0.pdf)



## Los primeros años de actividad de la AIREF en el contexto del marco fiscal de la Unión Europea

Yulia Kasperskaya\* y Ramon Xifré\*\*

**El presente artículo estudia el papel que la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIREF) ha tenido para consolidar la disciplina fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas en España en el contexto del marco fiscal de la Unión Europea (UE). En primer lugar, se sitúan los términos principales del debate sobre los marcos fiscales en la UE. A continuación, a partir del análisis de las mejores prácticas internacionales de las instituciones fiscales independientes (IFI), se presentan tres de las principales dimensiones que determinan su efectividad: independencia, potencia comunicativa, y compromiso del poder ejecutivo con el mandato de la IFI y con la responsabilidad fiscal. Sobre esta base, se revisan los primeros años de actividad de la AIREF. Por un lado, se analizan las recomendaciones que ha emitido el organismo entre 2014 y 2016 y, por otro, se extraen los mensajes más importantes del reciente informe de evaluación de la AIREF promovido por la OCDE. La conclusión de este informe es que, en sus primeros años de funcionamiento, la AIREF ha construido una sólida reputación de independencia y credibilidad, contribuyendo a fortalecer la estabilidad presupuestaria en España y en la Unión Europea.**

En el plano económico, el proyecto europeo se encuentra, por diversos motivos, en un momento de crisis y replanteamiento. La conjunción de tres factores: (i) el impacto de la crisis económica y su gestión política; (ii) la votación a favor de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE) y la reacción por parte de los restantes Estados miembros; y (iii) las preferencias nacionales sobre política económica –no siempre compatibles y sincronizadas entre sí– proyectan interrogantes de gran calado sobre el futuro de la Unión Europea y de la eurozona.

Como suele pasar en situaciones de crisis, hay un cierto consenso en torno a la constatación de los hechos, algo más de diversidad de opiniones sobre las causas que los han motivado, menos coincidencia en cuanto a las responsabilidades de las partes implicadas, y una abierta confrontación de ideas y propuestas sobre los posibles remedios para atajar el problema.

Para ordenar el debate, las tareas pendientes para mejorar la gobernanza económica de la UE se suelen agrupar en tres capítulos: la reforma de

\* Departamento de Empresa, Universitat de Barcelona.

\*\* ESCI-UPF School of International Studies y Centro Sector Público-Sector Privado del IESE.

la arquitectura del sector financiero, la reforma de la arquitectura institucional y la reforma de la arquitectura fiscal (Claeys, 2017; Wolff, 2017; Bénassy-Quéré *et al.* 2018; Jones, 2018).

El presente artículo se concentra en el tercer aspecto, los marcos fiscales, y desde esta perspectiva estudia el papel que la primera institución fiscal independiente (IFI) creada en España, la AIREF, está teniendo para consolidar la disciplina fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En la siguiente sección, se presenta la situación actual del marco fiscal en la UE así como los principales determinantes de la efectividad de las IFI para contribuir a sostener los marcos fiscales. A continuación, se realiza un análisis de los primeros años de funcionamiento de la AIREF. Para ello se revisa un informe reciente de la OCDE sobre la institución y también se ofrece un examen de sus recomendaciones entre 2014 y 2016. Finalmente, el trabajo concluye con una sección en la que se apuntan algunas conclusiones.

## El marco fiscal en la Unión Europea y el papel de las instituciones fiscales independientes

El marco fiscal en la UE se remonta al Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC, o SGP por sus siglas en inglés) adoptado en 1997. El pacto incluía un brazo preventivo y uno correctivo, ambos persiguiendo el objetivo primordial de hacer más creíble y operativo el principio de déficit excesivo contenido en Tratado de Maastricht.

En términos concretos, el PEC estableció dos reglas fiscales para los Estados miembros: un límite del 3% del PIB para el déficit y un límite del 60% del PIB para la deuda pública (para más detalles veáse Claeys, Darvas y Leandro, 2016). No obstante, como es bien sabido, este pacto ha tenido serios problemas de incumplimiento. En particular, cerca de la mitad de los países incumplieron la regla de deuda en la mayoría de años entre 1999 y 2014, destacando, por su significación, los incumplimientos de Alemania y Francia (ver Andrieu *et al.*, 2015 para más detalles).

Como reacción a esta falta de efectividad del PEC, se han producido una serie de reformas del marco fiscal en la UE. Entre ellas cabe destacar el *Six-Pack* (2011), *Fiscal Compact* (2012) y el *Two-Pack* (2014), así como la creación del *European Fiscal Board* (EFB) en 2016 (Claeys, Darvas y Leandro, 2016).

Las valoraciones del estado actual del marco fiscal en la UE son variadas. Por un lado, existe cierto consenso en que las sucesivas modificaciones de las reglas han producido un marco complicado, poco transparente y poco operativo. En esta línea, algunas propuestas abogan por realizar adaptaciones del marco actual para atajar los problemas de falta de transparencia y efectividad (Andrieu *et al.*, 2015; Claeys, Darvas y Leandro, 2016). Por otro lado, también se han ofrecido argumentos a favor de un cambio radical del marco actual, vista su complejidad, inoperancia, o en algunos casos, incluso sus efectos contraproducentes durante la crisis (Manesse, 2014).

En cualquier caso, la postura oficial de las instituciones europeas, expresada en su último gran documento estratégico sobre el futuro de la UE, el Informe de los Cinco Presidentes, guarda silencio sobre la conveniencia o necesidad de modificar el marco y las reglas fiscales (Juncker *et al.*, 2015).

Al margen de esta postura oficial de perfil más bien bajo, los debates sobre la política fiscal en la UE persisten, pudiéndose identificar la búsqueda de un equilibrio entre dos objetivos básicos (Bénassy-Quéré *et al.*, 2018):

- por un lado, tomar medidas que aumenten la disciplina de los Estados miembros,
- por otro, adoptar reformas que tengan efectos estabilizadores en los Estados miembros.

Dentro del primer grupo de medidas, se encuentran la reforma de las reglas fiscales existentes y los diversos acuerdos que se han tomado con posterioridad, con la idea de hacerlos más sencillos y efectivos, facilitando las medidas que aseguren su cumplimiento. En el segundo grupo, se han propuesto nuevas formas de transferencias fisca-

les temporales entre los Estados miembros. Como corolario de este planteamiento, la opinión dominante parece inclinarse por encontrar una formulación creíble del principio de no-rescate, es decir, el compromiso formal de que los Estados en situaciones de tensión financiera no deberían recibir apoyo financiero del resto de Estados miembros si no reestructuran previamente su deuda soberana.

---

*La literatura especializada señala que para que una institución fiscal independiente pueda contribuir de forma efectiva al buen funcionamiento de un marco fiscal debe cumplir tres condiciones: independencia, eficacia comunicativa, y contar con la cooperación del sistema político, no solo de iure sino especialmente de facto, de modo que este haga suyo el objetivo de estabilidad presupuestaria y el mandato específico de la institución.*

---

Desde esta perspectiva, para avanzar en la consolidación del marco fiscal en la UE cada vez va cobrando más importancia la necesidad de que los Estados miembros dispongan de instituciones fiscales independientes (IFI). De hecho, el *Two Pack* estipula que los Estados miembros de la eurozona “se dotarán de organismos independientes encargados del seguimiento del cumplimiento de las reglas presupuestarias” (Reglamento No. 473/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo).

Los argumentos a favor de este tipo de instituciones son claros. Las IFI, actuando con independencia, tienden a limitar la discrecionalidad con la que los responsables políticos gestionan las finanzas públicas reduciendo su sesgo hacia el déficit (*deficit bias*), bien documentado en la literatura empírica. Con todo, el diseño institucional, la dimensión y la amplitud de funciones encomendadas a las cerca de 40 IFI que existen en la actualidad presentan variaciones muy notables entre países, incluso dentro de la UE.

Según la literatura especializada (ver el volumen colectivo editado por Beetsma y Debrun, 2018, para un análisis reciente y exhaustivo de la cuestión) las propiedades de una IFI para que pueda

contribuir de forma efectiva al buen funcionamiento de un marco fiscal son principalmente tres:

- independencia,
- eficacia comunicativa, y
- el grado en que el sistema político coopera con la IFI, no solo *de iure* sino especialmente *de facto*, y hace suyo el objetivo de estabilidad presupuestaria y el mandato específico de la IFI.

El primer atributo, la independencia del poder político, es fundamental y permite que la IFI acumule credibilidad ante los ciudadanos y los agentes económicos nacionales e internacionales. De hecho, según von Trapp y Nicol en Beetsma y Debrun (2018), parece que las IFI y sus gobiernos respectivos están alineados con este principio y así se observa que el grado de independencia de las IFI en promedio en la OCDE se sitúa por encima del 80% (que coincide con la estimación del grado de independencia de la AIREF). El segundo atributo, una óptima comunicación de la tarea y los dictámenes de la IFI, es imprescindible para que los efectos de la IFI se expandan y aumenten los costes de reputación del poder político en caso de que adopte conductas fiscales poco responsables. Finalmente, el tercer elemento, la cooperación leal del ejecutivo con la IFI es una condición clave de posibilidad para que todo lo anterior pueda desarrollarse.

No hay que olvidar que, de la misma forma que un Estado puede crear una IFI, también podría, si las circunstancias lo hicieran deseable para el poder ejecutivo, modelarla a su interés, modificar su mandato o cercenar sus atribuciones. Al respecto, ver las menciones al caso de Hungría en las contribuciones de Wren-Lewis; von Trapp y Nicol; Wyplosz; Wehner; Page; y Kopits en el volumen editado por Beetsma y Debrun (2018).

## **Análisis de la actividad de la AIREF**

### **Contexto**

La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIREF) fue creada in 2013 con el man-

dato único de garantizar el cumplimiento por parte de todas las administraciones públicas (AA.PP.) del principio de estabilidad presupuestaria previsto en el artículo 135 de la Constitución Española, reformado en 2011. La AIReF desarrolla su actividad principalmente en el marco de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF).

La LOEPSF establece tres reglas fiscales, en consonancia con el PEC y el marco fiscal de la UE: (i) las AA.PP. no podrán tener un saldo deficitario en términos estructurales; (ii) el crecimiento del gasto público no podrá superar el crecimiento nominal de la economía, conocida como “regla de gasto”; y (iii) la ratio de deuda pública sobre el PIB no podrá superar el 60%. Para aplicación de estas reglas fiscales se establece un periodo transitorio hasta el año 2020. La LOEPSF también reforzó los mecanismos existentes para la prevención de incumplimientos y creó otros nuevos (ver Hernández de Cos y Pérez [2013] para una exposición detallada de la LOEPSF y Kasperskaya y Xifré [2018] para un análisis conjunto de las reformas que han supuesto la LOEPSF y la AIReF).

La AIReF desempeña sus funciones con autonomía del gobierno, aunque formalmente está adscrita al Ministerio de Hacienda y Función Pública. La principal fuente de financiación de la AIReF es la tasa de supervisión que deben abonar todas las AA.PP. destinatarias de sus informes.

---

*La AIReF elabora recomendaciones dirigidas a las AA.PP. con propuestas de mejora o señales de incumplimiento de la normativa presupuestaria. Cuando una Administración Pública recibe una recomendación de la AIReF debe, o bien cumplirla, o bien explicar razonadamente los motivos por los cuales no la cumple. La AIReF publica trimestralmente las respuestas recibidas.*

---

La actividad principal de la AIReF es la emisión de los informes, opiniones, estudios y recomendaciones que le encomienda la ley, tales como los

informes sobre previsiones macroeconómicas, sobre proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las AA.PP., sobre presupuestos iniciales de las AA.PP., sobre el cumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria, deuda pública y regla de gasto, entre otros. El mandato de la AIReF incluye también la evaluación de la factibilidad de las principales previsiones económicas.

El seguimiento de la AIReF abarca todos los niveles de Administración Pública en España: la Administración Central, las comunidades autónomas, las corporaciones locales, incluyendo los órganos que están bajo su tutela, y la administración de la Seguridad Social. Recientemente la AIReF también se ha involucrado en el desarrollo y seguimiento de los *spending reviews*, es decir, el análisis de la efectividad de los programas del gasto.

Fruto de su análisis y seguimiento, la AIReF elabora recomendaciones dirigidas a las AA.PP. con propuestas de mejora o señales del incumplimiento de la normativa presupuestaria. La AIReF realiza esta actividad al amparo del principio, habitual en las instituciones fiscales independientes, de “cumplir o explicar”. Es decir, cuando una Administración Pública recibe una recomendación de la AIReF debe, o bien cumplirla o bien explicar razonadamente los motivos por los cuales no la cumple. La AIReF publica trimestralmente las respuestas recibidas por parte de las administraciones implicadas, lo que eleva los “costes de reputación” por parte de las instituciones que no cumplen con las recomendaciones.

Entre las recomendaciones que son obligatorias para “cumplir o explicar” se distinguen las denominadas “sobre limitaciones al alcance” y “sobre el objeto del informe”. El primer tipo incluye las peticiones de ampliar información y tener acceso a los datos completos que necesita la AIReF. El segundo tipo de recomendaciones señala a las administraciones las actuaciones y medidas que deberían realizar para cumplir con los principios de sostenibilidad financiera y estabilidad presupuestaria, incluyendo las medidas preventivas y correctoras estipuladas en la ley. Además, la AIReF emite propuestas de opi-

nión y orientaciones de buenas prácticas que no son de obligado cumplimiento, así como documentos de trabajo sobre las metodologías específicas referidas a su campo de actuación; también ofrece el acceso a un repositorio de datos.

### Análisis de las recomendaciones de la AIREF

En esta sección se analizan las recomendaciones de la AIREF distinguiendo según destinatarios, tipo de recomendación y contenido de las recomendaciones a partir de las memorias anuales de la institución. Dado que en el momento de preparar el presente artículo están disponibles las memorias de los años 2014, 2015 y 2016, el análisis se limita a estos tres ejercicios.

El gráfico 1 muestra el desglose de las recomendaciones, opiniones y orientaciones de buenas prácticas emitidas por la AIREF según el tema tratado y el tipo de recomendación durante sus tres primeros años de funcionamiento.

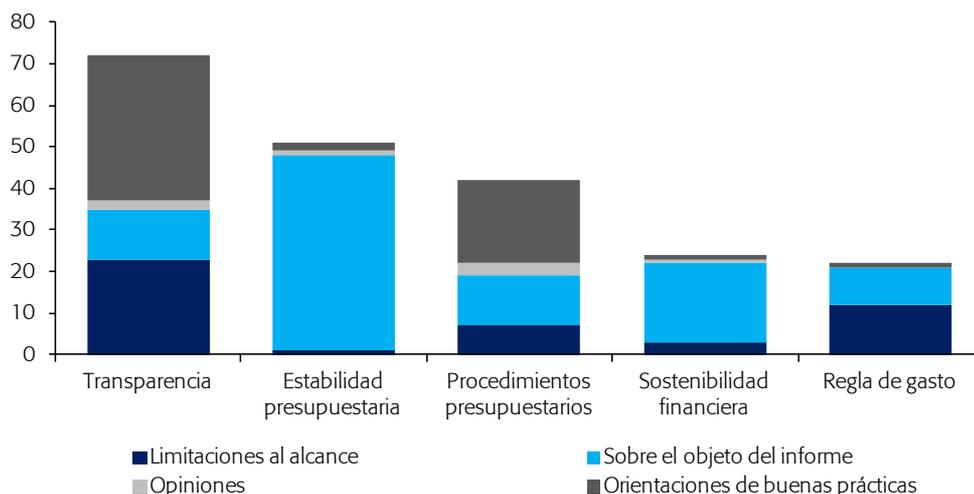
En cuanto al tema, se observa que las cuestiones relacionadas con la transparencia constituyen la categoría más numerosa. Dentro de esta

rúbrica, los dos principales tipos de recomendaciones emitidas corresponden, en primer lugar, a las orientaciones de buenas prácticas, que no se consideran vinculantes en términos del principio de “cumplir o explicar” y, seguidamente, a las limitaciones al alcance. En este sentido se constata que las dificultades para acceder a la información necesaria así como la calidad de los datos recibidos han representado el mayor obstáculo para que la AIREF pudiera realizar su labor adecuadamente. La AIREF incluso ha llegado a litigar judicialmente con el Ministerio de Hacienda, que le exigía realizar las consultas de información y petición de datos mediante la central de información y no directamente con las entidades implicadas (von Trapp y Nicol, 2018). En el conflicto se involucró la Comisión Europea (2017), que apoyó las peticiones de la AIREF, resultando de todo ello una corrección por parte del ministerio de su propuesta original y ofreciendo mayores facilidades para el acceso a la información (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2017).

Seguidamente, el tema que ha sido objeto de mayor número de recomendaciones corresponde a la estabilidad presupuestaria, siendo prácticamente todas recomendaciones del tipo

Gráfico 1

### Resumen de las recomendaciones emitidas por la AIREF entre 2014 y 2016 por tema y tipo de recomendación



Fuente: Elaboración propia a partir de las Memorias Anuales de la AIREF (2014–2016).

“sobre el objeto del informe”, es decir, recomendaciones sustantivas que están sujetas al principio de “cumplir o explicar”. En la cuarta categoría por volumen de recomendaciones, sobre sostenibilidad financiera, también predomina el tipo de recomendaciones sobre el objeto del informe. La tercera rúbrica versa sobre los procedimientos presupuestarios y en este caso el tipo de recomendación más habitual son las “orientaciones de buenas prácticas”, es decir, un tipo de recomendación que no demanda una reacción de “cumplir o explicar” por parte de la administración a quien va dirigida. Finalmente, en el quinto grupo de temas, los relacionados con la regla de gasto, predominan los informes con “limitaciones al alcance”, es decir, posicionamientos en los que la AIReF manifiesta que no cuenta con datos e información suficiente para evaluar correctamente la cuestión.

---

*Las cuestiones relacionadas con la transparencia constituyen la categoría más numerosa de las recomendaciones de la AIReF. A continuación figuran las recomendaciones sobre estabilidad presupuestaria y en tercer lugar los procedimientos presupuestarios.*

---

En cuanto a los destinatarios, el cuadro 1 presenta el desglose de las recomendaciones, opiniones y orientaciones emitidas por la AIReF entre los años 2014 y 2016 por destinatario y año.

Como se puede observar, el principal receptor de recomendaciones, opiniones y orientaciones de buenas prácticas por parte de la AIReF es el propio ministerio del que depende el organismo, el Ministerio de Hacienda y Función Pública, que acumula más de la mitad de las observaciones realizadas. Esto se debe a que dicho ministerio determina la regulación y establece la metodología de una buena parte de los elementos presupuestarios que afectan a las AA.PP. Por ello, las recomendaciones de reformas de base deben dirigirse a este ministerio. Le sigue, por volumen de recomendaciones recibidas, el Ministerio

de Economía y Competitividad, que es el responsable de la preparación de las previsiones macroeconómicas y los escenarios económicos que sustentan los Presupuestos Generales del Estado así como otros instrumentos de planificación financiera. Seguidamente se encuentra el Ministerio de Empleo y Seguridad Social. De hecho, las recomendaciones y orientaciones dirigidas exclusivamente a ministerios (estos tres más los ministerios de Educación y de Sanidad) representan más de tres cuartas partes del total (77%) de recomendaciones emitidas por la AIReF en el período estudiado.

Después de los ministerios, las entidades que son objeto de mayor volumen de recomendaciones son la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y las comunidades autónomas en su conjunto. Hay que destacar que en diversos casos la recomendación de la AIReF se dirige simultáneamente a más de una institución, usualmente un ministerio y una o más comunidades autónomas.

El cuadro 2 permite completar el análisis atendiendo a los contenidos de las recomendaciones emitidas por la AIReF. El cuadro reproduce una selección de los principales temas contenidos en los informes de la AIReF entre 2014 y 2016. Se trata de una selección parcial, no exhaustiva, que pretende ejemplificar los temas que se pueden considerar más representativos de los tres primeros años de actuación de la institución. El cuadro y el análisis posterior se limita a los dos tipos de recomendaciones que están bajo el amparo del principio de “cumplir o explicar”, es decir, las recomendaciones sobre limitaciones al alcance (LA) y sobre objeto del informe (OI).

Un primer tema que aparece con claridad son las numerosas referencias a las lagunas que existen para que la AIReF pueda recopilar la información que necesita. Las advertencias sobre falta de información son continuas y afectan prácticamente a todos los niveles y subsectores de las AA.PP. (ver por ejemplo LA1, LA2, LA5, LA7, LA8, LA9, LA11, OI3).

Relacionado con este punto, el análisis hace aflorar también las peticiones dirigidas por la AIReF principalmente a los ministerios para que expli-

Cuadro 1

**Desglose de las recomendaciones emitidas por la AIREF por destinatario, año y tipo de recomendación**

Destinatario / tipo de recomendación	A. Recomendaciones limitaciones al alcance		B. Recomendaciones objeto del informe				C. Propuestas de opinión				D. Orientaciones buenas prácticas				Total del año	Total	%				
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015				2016			
M. Hacienda y Función Pública (MHFP)	8	18	10	3	20	29	1	1	1	1	1	1	16	6	4	4	28	44	43	115	54,2
M. Empleo y Seguridad Social (MESS)	1	1	2	3	3	1	5	4	16	4	6	9	1	16	7,5	1	16	7,5	16	7,5	
M. Economía, Industria y Competitividad (MINECO)	1	1	5	3	3	3	3	3	3	8	2	13	6	22	10,4	6	22	10,4	22	10,4	
Ministerio de Educación y Ministerio de Sanidad	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	0	0	1	0,5	0	1	0,5	1	0,5	
MHFP y MESS	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	0	2	4	1,9	0	2	2	4	1,9	
MHFP y MINECO	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	0	3	5	2,4	2	0	3	5	2,4	2,4	
INE, IGAE, Banco de España	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	2	0	3	1,4	1	2	0	3	1,4	1,4	
INE y MINECO	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0,5	0	0	1	1	0,5	0,5	
MHFP y CC.AA. (todas o varias)	2	2	3	3	3	3	2	2	2	2	2	3	7	3,3	2	2	3	7	3,3	3,3	
MHFP y MESS y CC.AA.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0,5	0	1	0	1	0,5	0,5	
Consejo de Política Fiscal y Financiera	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0,9	1	1	0	2	0,9	0,9	
Órganos de contabilidad, control e intervención	1	1	1	1	1	2	2	2	5	5	9	0	0	4,2	9	0	0	9	4,2	4,2	
CC.AA. en conjunto	1	1	2	2	2	1	2	2	2	2	4	5	0	4,2	4	5	0	9	4,2	4,2	
CC.LL. (Barcelona, Córdoba, Madrid)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0,5	0	0	1	1	0,5	0,5	
Aragón	1	1	2	2	2	1	2	2	2	2	1	2	0	1,4	1	2	0	3	1,4	1,4	
Cantabria	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0,5	1	0	0	1	0,5	0,5	
Castilla-La Mancha	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	0,9	2	0	0	2	0,9	0,9	
Cataluña	1	1	2	2	2	1	2	2	2	2	1	2	0	1,4	1	2	0	3	1,4	1,4	
Extremadura	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0,5	0	1	0	1	0,5	0,5	
C. de Madrid	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0,5	0	1	0	1	0,5	0,5	
Región de Murcia	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	0	1,4	1	2	0	3	1,4	1,4	
C. Valenciana	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0,9	1	1	0	2	0,9	0,9	
<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>44</b>	<b>39</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>35</b>	<b>16</b>	<b>8</b>	<b>64</b>	<b>212</b>	<b>100</b>	<b>60</b>	<b>88</b>	<b>60</b>	<b>212</b>	<b>100</b>	

Fuentes: Elaboración propia a partir de las Memorias Anuales de la AIREF (2014–2016).

Cuadro 2

**Principales recomendaciones emitidas por la AIReF por tipo de recomendación y año (selección)**

	2014	2015	2016
Recomendaciones sobre limitaciones al alcance	LA1. Falta de información individualizada sobre las líneas fundamentales de los presupuestos de las CCAA.	LA5. Falta de datos en términos de contabilidad nacional (CN) para cálculo de la regla de gasto	LA9. Garantizar el acceso a la información en tiempo y forma por parte de MINHAF
	LA2. Ausencia de los datos necesarios para calcular la regla de gasto y su adecuación al objetivo de deuda de los subsectores (AGE, CCAA, CC.LL.)	LA6. Necesidad de elaborar presupuestos iniciales y previsiones de liquidación en términos de CN	LA10. Publicación de los modelos utilizados en las previsiones macroeconómicas (MINECO)
	LA3. Necesidad de disponer de los objetivos individuales de estabilidad y de estimaciones de los recursos de financiación (CC.AA.)	LA7. Petición de incrementar la información y facilitar el acceso a los datos sobre las CC.LL. incluyendo los 6 mayores ayuntamientos	LA11. Mayor transparencia por parte del MINHAF en la fijación los objetivos de deuda de las CCAA.
	LA4. Necesidad de establecer un sistema de objetivos de deuda transparente y verificable	LA8. Necesidad de incluir información sobre el índice de revalorización de las pensiones en los PGE	LA12. Aplicación de los mecanismos de corrección para los casos de incumplimiento de las CC.LL. respecto a la información disponible
Recomendaciones sobre objeto del informe	OI1. Completar los PEF para garantizar el cumplimiento de sus objetivos de estabilidad (CC.AA.)	OI5. Necesidad de analizar la capacidad financiera de cada subsector atendiendo a los servicios prestados	OI9. Adopción de las decisiones necesarias para garantizar el equilibrio del sistema de Seguridad Social
	OI2. Cómputo en su totalidad de los mecanismos extraordinarios de financiación dentro del límite de endeudamiento inicial fijado para las CCAA.	OI6. Necesidad de desarrollar una regulación completa respecto a cálculo, aplicación y procedimiento de la regla del gasto	OI10. Reiterar la recomendación de establecer un procedimiento de ejecución presupuestaria y corrección temprana de desviaciones en las CCAA.
	OI3. Seguimiento de los datos de ejecución de presupuestos de Seguridad Social	OI7. Establecer objetivos de déficit diferenciados según CCAA, y realistas para 2016 y 2017	OI11. Establecer y supervisar un marco común para los organismos de tutela de CC.LL.
	OI4. Elaboración y publicación de escenarios plurianuales de los presupuestos para todas las AAPP.	OI8. Publicación por el MINECO de las metodologías, supuestos y parámetros que sostienen las previsiones macroeconómicas	OI12. Revisión realista del periodo transitorio para cumplir el objetivo de deuda estipulado en LOEPSF (60% del PIB en 2020)

Fuentes: Elaboración propia a partir de las Memorias Anuales de la AIReF (2014–2016).

quen mejor cuestiones de tipo metodológico en la elaboración de previsiones, modelos, etc. que sirven de base para la fijación de objetivos presupuestarios (LA4, LA10, LA11, OI8).

En este sentido, hay que mencionar la atención especial con la que la AIREF ha tratado la regla de gasto contenida en la LOEFSP destacando las dificultades que existen para hacerla operativa. La AIREF ha señalado repetidamente al Ministerio de Hacienda y Función Pública la necesidad de elaborar una metodología y un manual práctico para su cálculo, así como la conveniencia de crear grupos de trabajo específicos sobre la materia en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera y de la Comisión Nacional de la Administración Local (LA2, LA5, OI6).

Otra cuestión relevante y recurrente en los primeros años de funcionamiento de la AIREF, y en la que ha defendido un criterio diferente al del Gobierno, ha sido la conveniencia de fijar distintos objetivos de déficit para las distintas comunidades autónomas (LA2, LA3, LA11, OI5, OI7). La AIREF es de la opinión que, dadas las diferencias entre comunidades en cuanto a puntos de partida y escenarios a medio plazo, es más conveniente fijar objetivos diferentes y específicos para cada comunidad, con el fin de que sean más factibles y creíbles (ver Escrivá, Janeba y Langenus en Beetsma y Debrun, 2018). Relacionado con este punto, la AIREF también ha manifestado recurrentemente la necesidad de diseñar y aplicar de forma efectiva medidas preventivas para evitar el incumplimiento presupuestario, particularmente en CC.AA. y CC.LL. (LA12, OI10, OI11).

---

*Solo la mitad de las recomendaciones emitidas por la AIREF han sido aceptadas, apreciándose una diferencia significativa entre el patrón de actuación del Gobierno central (que preferentemente opta por explicar su no-cumplimiento) y el de los gobiernos subnacionales (comunidades autónomas y municipios) en los que predomina el cumplimiento, aunque con tasas muy variadas.*

---

Otros asuntos que la AIREF eleva en sus informes son, entre otros: la necesidad de revisar la

senda de ajuste al objetivo de deuda del 60% en 2020 en aras de un mayor realismo y credibilidad (OI12); la recomendación de elaborar presupuestos iniciales y previsiones de liquidación en términos de contabilidad nacional (LA6); la conveniencia de elaborar y publicar escenarios plurianuales de los presupuestos de todas las AA.PP. (OI4), así como la necesidad de adoptar medidas que equilibren las finanzas del sistema de Seguridad Social (OI9).

A modo de breve apunte, en 2017 la mayor parte de las recomendaciones emitidas por AIREF continuaron enfatizando la importancia de la aplicación de las medidas de prevención y corrección, así como en reforzar la coherencia de las reglas fiscales previstas en la LOEPSF.

### Resumen del estudio independiente sobre la AIREF: Informe OCDE de 2017

En noviembre de 2017, la OCDE publicó un Estudio de Evaluación de la AIREF (von Trapp *et al.*, 2017). Este ejercicio, al cual se comprometió el presidente de la AIREF, lo realizaron un grupo de cinco expertos independientes (dos miembros de la División de Presupuestos y Gasto Público de la Dirección de Gobernanza Pública de la OCDE, dos expertos en instituciones fiscales independientes de los Países Bajos y los Estados Unidos, y un experto académico español) siguiendo la metodología propia de la OCDE (2014). En términos generales, la evaluación concluye que la AIREF en sus primeros años de funcionamiento ha logrado una "reputación de independencia y de análisis de alta calidad".

En cuanto a su diseño, y en particular, hasta qué punto cumple la AIREF con los principios de la OCDE de creación de instituciones fiscales independientes (IFI), el informe presenta las puntuaciones que se recogen en el cuadro 3.

Como se puede observar, el grado de adecuación de la AIREF a los criterios de la OCDE es muy alto en general (absoluto en algunos casos) y solamente por debajo del 50% en lo relacionado con los recursos. En este caso, las razones de la baja

## Cuadro 3

## Grado de cumplimiento de la AReF de los principios de la OCDE para IFI (OCDE, 2014)

Principio de la OCDE	Puntuación	Puntuación máxima
1. Apropiamiento local	2	2
2. Independencia y neutralidad partidista	6,5	7
3. Mandato	3	3
4. Recursos	0,5	3
5. Relación con el poder legislativo	2,5	3
6. Acceso a la información	1	2
7. Transparencia	3,5	4
8. Comunicación	1	1
9. Evaluación externa	1	1
Total	21 (80%)	26

*Nota:* En el presente cuadro se considera la siguiente equivalencia entre el nivel de evaluación y la puntuación. Evaluación positiva ("Sí") = 1; evaluación negativa ("No") = 0; evaluación parcial ("Parcial") = 0,5.

*Fuente:* Adaptado de la Tabla 1.2 de von Trapp *et al.* (2017).

puntuación según la OCDE son las siguientes: (i) "el mandato de la AReF, ya amplio de por sí, está siendo extendido, con el riesgo de agregar desafíos a los ya limitados recursos" de la institución; (ii) el Ministerio de Hacienda introduce cambios en los presupuestos de la AReF sin consultar a la institución; (iii) no existen compromisos de financiación plurianual de la AReF, que podrían reforzar aún más la independencia de la institución.

A pesar del excelente comienzo de la AReF, el informe destaca tres grandes retos a los que se enfrenta la institución:

- Dificultades en el acceso a la información que necesita para realizar adecuadamente su trabajo. El informe recomienda, siguiendo las mejores prácticas internacionales, que la relación entre la AReF y el gobierno quede regulada mediante un memorando de entendimiento.
- Necesidad de encontrar un equilibrio entre, por un lado, las posibilidades de realizar nuevas funciones (o extender el ámbito de las que realiza actualmente) y, por otro, los recursos (presupuestarios y de personal) con los que cuenta la institución.

■ Solo aproximadamente la mitad de las recomendaciones que ha emitido la AReF han sido aceptadas. De hecho, se aprecia una diferencia significativa entre el patrón de actuación del Gobierno central y de los gobiernos subnacionales (regiones y municipios). Mientras que el Gobierno central preferentemente opta más por explicar su no cumplimiento (62% de las recomendaciones) que por cumplir (38%), en los gobiernos subnacionales el patrón es justamente el opuesto y predomina el cumplimiento. Con todo, hay que precisar que, según el informe, las tasas de cumplimiento varían entre comunidades autónomas (Cantabria, Andalucía, Aragón, Castilla y León y Valencia son más proclives a "cumplir", mientras que Madrid, Navarra y Cataluña son más proclives a "explicar"). Véase el gráfico 4.6 del informe.

Más allá de estos puntos principales, el informe realiza 20 recomendaciones detalladas de mejora agrupadas en cuatro ámbitos de trabajo: recursos (6 recomendaciones), metodología y productos (5), actividad a nivel subnacional (3) e impacto (6).

En relación a las recomendaciones sobre recursos, la OCDE sugiere que la AReF "debería evitar

tomar nuevas tareas a menos que se le otorguen recursos correspondientes para llevar a cabo dichas tareas con personal interno” y que “debería usar contratistas externos con moderación”. La OCDE recomienda que la AIReF, el Ministerio de Hacienda y el resto de administraciones públicas trabajen “colaborativamente para desarrollar un MdE [memorándum de entendimiento] relativo al acceso a la información, estableciendo qué información es requerida por la AIReF para cumplir con su mandato, así como los procesos colaborativos mutuamente aceptables en cuanto a las solicitudes de información”.

---

*Según los criterios más habituales para evaluar la efectividad de las instituciones fiscales independientes, la AIReF cuenta con un diseño institucional y un mandato homologables a las mejores prácticas internacionales. En términos de desempeño, en sus primeros años ha demostrado su independencia del poder ejecutivo, lo que constituye un elemento muy positivo para construir y reforzar el marco fiscal en España.*

---

En lo referente a metodología y productos, el informe de la OCDE recomienda que la AIReF incluya regularmente proyecciones que vayan más allá del año en curso y que cubran un plazo de tres a cinco años. También se recomienda que proporcione más detalles sobre sus estimaciones económicas y presupuestarias, y no solo resúmenes de alto nivel. En esta misma dirección, se sugiere que la AIReF examine la exactitud de sus propias proyecciones así como “si ha habido sesgos significativos en los pronósticos pasados del gobierno o de la AIReF, e intentar comprender las causas de tales inexactitudes”.

En cuanto a los gobiernos subnacionales, la OCDE recomienda que la AIReF “debería enfocarse en mejorar la calidad y en profundizar el alcance de los análisis regionales y locales existentes”. Sobre la cuestión del impacto, el informe de la OCDE sugiere que la AIReF debería “perseguir una estrategia de mayor selectividad en cuanto

a sus recomendaciones ‘cumplir o explicar’, con el propósito de enfatizar y enfocar los mensajes más importantes en el diálogo subsecuente con las administraciones relevantes y su seguimiento público”. En esta línea, también se recomienda a la AIReF que realice periódicamente encuestas de satisfacción de las partes interesadas para grupos clave como los parlamentarios y académicos.

## Conclusiones

Los primeros años de funcionamiento de la AIReF han significado una importante contribución para reforzar la mejora de estabilidad presupuestaria y la gobernanza fiscal en España y en la UE aumentando los “costes de reputación” de aquellas administraciones públicas que son fiscalmente menos responsables de lo que debieran.

Según los criterios más habituales para evaluar la efectividad de las instituciones fiscales independientes, la AIReF cuenta con un diseño institucional y un mandato homologables a las mejores prácticas internacionales. En términos de desempeño, en sus primeros años la institución ha demostrado su independencia del poder ejecutivo. Cuando lo ha considerado necesario, la AIReF ha defendido ideas diferentes a las del Ministerio de Hacienda y Función Pública, del que depende administrativamente, provocando que el ministerio modifique algunas de sus posturas iniciales. Este celo en la preservación de la independencia es un elemento muy positivo para construir y reforzar el marco fiscal en España.

Más allá de este punto, los informes de la AIReF han puesto el foco en otras dos cuestiones. Por un lado, la necesidad de encontrar una mejor formulación, más operativa y efectiva, de la regla de gasto contenida en la Ley de Estabilidad Presupuestaria de 2012. Por otro, la recomendación de revisar la homogeneidad de objetivos fiscales para todas las comunidades autónomas.

De hecho, se puede sostener que los primeros pasos de la AIReF han mostrado algunas de las limitaciones de la ley de 2012 y proporcionan argumentos de peso para reformarla (Kasperskaya y

Xifré, 2018). En este sentido, nuestras conclusiones subrayan la necesaria complementariedad entre todos los elementos (leyes, instituciones, voluntad política) para alcanzar la sostenibilidad fiscal.

Finalmente, la AIReF se enfrenta a algunos retos importantes, incluyendo garantizar el acceso a la información que necesita para realizar su trabajo, así como preservar la independencia y profesionalidad que ha caracterizado su ejecutoria en los primeros años. En este sentido, es aconsejable meditar bien antes de expandir el perímetro de sus actividades si no hay garantía de disponer de los recursos necesarios. Sería igualmente deseable que la AIReF compartiera públicamente más detalles sobre la metodología y los supuestos con los que prepara sus propias estimaciones económicas y proyecciones presupuestarias para las administraciones públicas.

El capital de reputación y la credibilidad atesorados por la institución desde 2013 son un valioso activo que hay que proteger y acrecentar en favor de la estabilidad fiscal en España y en la UE.

## Referencias

- ANDRLE M.; BLUEDORN, J.; EYRAUD, L.; KINDA, T.; BROOKS, P. K.; SCHWARTZ, G., y A. WEBER (2015), *Reforming Fiscal Governance in the European Union*, *IMF Staff Discussion Note* SDN/15/09.
- BEETSMA, R., y X. DEBRUN (eds.) (2018), *Independent Fiscal Councils: Watchdogs or lapdogs?*, CEPR Press.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A.; BRUNNERMEIER, M.; ENDERLEIN, H.; FARHI, E.; FRATZSCHER, M.; FUEST, C.; GOURINCHAS, P.-O.; MARTIN, P.; PISANI-FERRY, J.; REY, H.; SCHNABEL, I.; VÉRON, N.; WEDER DI MAURO, B., y J. ZETTELMEYER (2018), "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform", *CEPR Policy Insight* No. 91
- CLAEYS, G. (2017), "The missing pieces of the euro architecture", *Bruegel Policy Contribution*, no. 28, octubre 2017.
- CLAEYS, G.; DARVAS, Z., y Á. LEANDRO (2016), "A propose to revive the European Fiscal Framework", *Bruegel Policy Contribution*, no. 2016/07, marzo 2016.
- COMISIÓN EUROPEA (2017), *Country Annex Spain to the Report from the Commission. Presented under Article 8 of the Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., y J. J. PÉREZ (2013), "La nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria", *Boletín Económico del Banco de España*, abril 2013: 65 – 78.
- JONES, E. (2018), "Reforma de la gobernanza económica europea: superando las políticas de poder", *Cuadernos de Información Económica*, 263, marzo-abril: 61-73.
- JUNCKER J.C.; TUSK, D.; DIJSELBLOEM, J.; DRAGHI, M., y M. SCHULZ (2015), "The Five President's Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union", 22 de junio.
- KASPERSKAYA, Y., y R. XIFRÉ (2018), "Reform or Resist? The tale of two fiscal reforms in Spain after the crisis", *Public Money & Management*, de próxima publicación.
- MANESSE, P. (2014), "Time to scrap the Stability and Growth Pact", *VOXEU*, disponible en <http://www.voxeu.org/article/time-scrap-stability-and-growth-pact>
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (2017), *Memoria del análisis de impacto normativo del real decreto por el que se modifica el Real Decreto 215/2014, de 28 de marzo, por el que se aprueba el estatuto orgánico de la Autoridad Independiente de Responsabilidad fiscal*.
- OCDE (2014), *OECD Principles for Independent Fiscal Institutions*, <http://www.oecd.org/gov/budgeting/recommendation-on-principles-for-independent-fiscal-institutions.htm>
- TRAPP, L. v.; NICOL, S.; FONTAINE, P.; LAGO-PENAS, S., y W. SUYKER (2017), *Estudio de evaluación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF)*, OCDE.
- WOLFF, G. (2017), "Beyond the Juncker and Schäuble Visions of Euro-Area Governance", *Bruegel Policy Brief*, no. 6, diciembre 2017.

## Valoración bursátil y rentabilidad de los bancos: España, eurozona, Estados Unidos

Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Fernando Rojas\*

**La creación de la unión bancaria ha propiciado que los bancos europeos mejoren de manera importante sus principales ratios de *performance*, especialmente la reducción de los préstamos improductivos (*NPL*). En este proceso las entidades bancarias han mejorado de forma ostensible su valoración bursátil, pero también de manera heterogénea entre Estados Unidos y Europa y sin llegar a los niveles precrisis. En el ejercicio de comprobar qué factores inciden de una manera más importante en la valoración que hace el mercado, la ratio de rentabilidad sobre recursos propios (*ROE*) es la más significativa. Y su significatividad aumenta cuando la regresión se realiza sobre el *ROE* prospectivo, evidenciando que el mercado descuenta beneficios futuros, ya que el *ROE* en proyección es mayor que el que las entidades presentan en la actualidad.**

Con la publicación de los resultados correspondientes a 2017 concluye un trienio completo de operativa bancaria en el marco de la unión bancaria. Ese hito justifica la realización de una revisión de la *performance* bancaria en España y Europa, y de cómo la misma es valorada por el mercado. Esa revisión la llevamos a cabo desde una doble perspectiva. En primer lugar, un análisis temporal desde el inicio de siglo, para ilustrar cómo afectó la crisis a la valoración bursátil de la banca en las tres jurisdicciones mencionadas. Y en segundo lugar, con un análisis de corte transversal en el que, a través de una amplia muestra de bancos cotizados de España, eurozona y Estados Unidos, podemos factorizar los principales componentes explicativos

de la valoración bursátil para cada banco en la actualidad.

El análisis de la valoración bursátil relativa de los bancos (mediante la ratio PBV que relaciona el valor de mercado con el valor contable) cobra una especial relevancia, por cuanto permite medir la creación de valor de las entidades derivada de los diferentes modelos de negocio. Adicionalmente, constituye un indicador indirecto de la confianza de los mercados en la sostenibilidad de cada banco, y por tanto, de la distancia a la inviabilidad o resolución. Y sobre todo, una valoración elevada (cerca, o incluso por encima, del valor contable) es una precondition para poder llevar a cabo ape-

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

laciones al mercado para emitir capital de primera categoría (acciones) y ampliar la base accionarial.

## Valoración de la banca: una perspectiva histórica “pre y poscrisis”

Para tener una perspectiva temporal de la valoración bursátil de los bancos, y poder visualizar el impacto que sobre la misma ha tenido la crisis, y la posterior recuperación, presentamos en el gráfico 1 la evolución desde principio de siglo de la ratio *PBV* (precio de mercado sobre valor en libros) en España, en comparación con Europa y Estados Unidos. En los tres casos, hemos aproximado esa ratio de valoración mediante agregación ponderada de los datos correspondientes a los bancos cotizados.

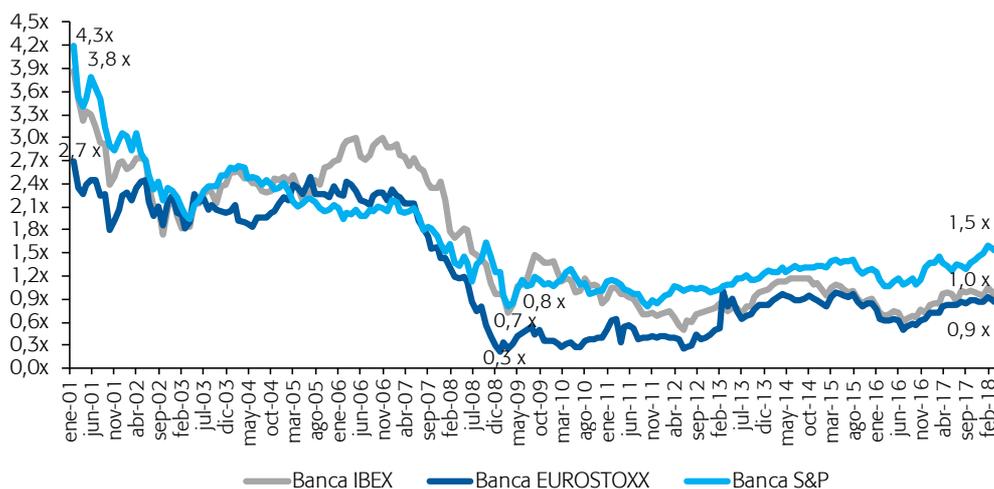
Frente a valoraciones de tres o cuatro veces su valor en libros al inicio del siglo, la llegada de la crisis se tradujo en unas valoraciones muy por debajo de los valores contables, poniendo de manifiesto importantes dudas sobre la fiabilidad/recuperabilidad de esos valores contables, así como sobre la capacidad de generación de rentabilidad suficiente para el capital.

Centrándonos en el caso de los bancos españoles, merece la pena destacarse cómo el mercado los valoraba de forma especialmente elevada –mucho más que a sus homólogos europeos y estadounidenses– en el punto álgido de la burbuja inmobiliaria (años 2005 a 2007), poniendo de manifiesto que tampoco el mercado bursátil fue capaz de anticipar que esa bonanza no podía alargarse de forma ilimitada. En todo caso, también la caída asociada a la crisis fue proporcionalmente más intensa en el caso de los bancos españoles que en el de los otros dos subgrupos analizados.

Tras los mínimos de la crisis, la recuperación posterior ha sido claramente asimétrica entre Estados Unidos y Europa: sostenida y recurrente en el primer caso, al tiempo que la banca europea, y muy especialmente la española, tras una “salida en falso” de la crisis en 2009, sufría una intensa recaída entre 2010 y 2012, con nuevos mínimos incluso por debajo de los registrados con la crisis de Lehman Brothers. La recuperación posterior, fundamentada en varias decisiones clave tomadas en el verano de 2012 –el propio rescate de la banca española, y sobre todo la contundente señalización del Banco Central Europeo (BCE) con su *whatever it takes*, y el compromiso de puesta

Gráfico 1

### Evolución del precio de mercado sobre el valor contable (*PBV*) por áreas geográficas



Fuente: Factset, Afi.

en marcha de la unión bancaria— en todo caso no ha sido capaz de cerrar el gap de valoración

---

*De valoraciones de mercado de las entidades bancarias que alcanzaban tres o cuatro veces su valor en libros a comienzos de siglo, se pasó a valoraciones por debajo del valor contable, poniendo de manifiesto importantes dudas sobre la fiabilidad de dichos valores contables y sobre la capacidad de generación de rentabilidad suficiente para el capital. No obstante, existen diferencias apreciables entre algunas áreas geográficas, especialmente entre EE.UU. y la eurozona.*

---

frente a la banca estadounidense, que supera en un 50% a la banca española, e incluso más al resto de la banca europea.

## **Performance bancaria tras tres años de unión bancaria**

Dado que, como hemos mencionado antes, la recuperación bursátil de la banca europea descansó en gran medida en el anuncio de la creación de la unión bancaria, un primer ejercicio de análisis sobre los factores explicativos de la valoración actual de la banca europea debe centrarse en su *performance* en los tres años completos (2015, 2016 y 2017) que ha operado ya bajo el paraguas supervisor y regulador de la unión bancaria.

Para ello, y una vez concluida la presentación de resultados correspondientes a 2017 por parte de los bancos cotizados, utilizamos datos de dicho año para una amplia muestra de bancos españoles (7), y de otros países europeos (20), al objeto de analizar las mejoras registradas en sus principales indicadores de *performance* durante el trienio transcurrido desde la puesta en marcha de la unión bancaria. Y a modo de contraste incorporamos en esos análisis el comportamiento observado de la banca estadounidense, para lo cual utilizamos también datos para una amplia muestra (18) de bancos de dicho país.

Tres son los indicadores de *performance* bancaria en los que nos vamos a centrar: calidad de los activos, aproximada por la ratio de morosidad o *NPL* (*non performing loans*) por sus siglas en inglés; eficiencia en la gestión, medida por la ratio entre costes y márgenes (*Ctl*, o *cost to income*); y rentabilidad sobre el capital (*ROE*, o *return on equity*).

Es sin duda en la calidad de activos (*NPL*) donde más claras son las mejoras observadas en la banca europea y española tras tres años de unión bancaria. El gráfico 2 compara, para todos los bancos de la muestra utilizada, su nivel de *NPL* actual con el que registraban antes de la puesta en marcha de la unión bancaria. Como era de esperar, todos los bancos de la muestra tienen su representación por debajo de la diagonal, pues las tasas de mora

---

*De los indicadores utilizados para analizar la performance bancaria, la principal mejora desde la creación de la unión bancaria ha sido la reducción de las tasas de morosidad (*NPL*). Sin embargo esta mejora lo es menos si se contrasta con los bancos estadounidenses. Probablemente en ello radique la mejor valoración de estos en el mercado.*

---

(*NPL*) son hoy de forma generalizada menores que en 2014. La distancia a la diagonal refleja la mejora observada, que es en general mayor en los bancos españoles que en el resto de bancos europeos.

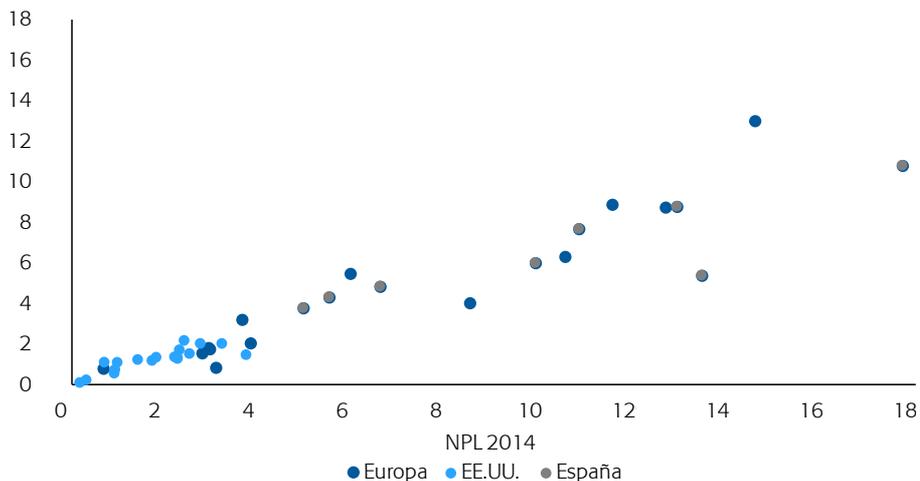
Sin embargo, esa optimista interpretación lo es menos cuando se contrasta con los bancos estadounidenses, con un rango de *NPL* sustancialmente por debajo del observado en los bancos españoles y europeos. Probablemente, ese nivel mucho más reducido de *NPL* en la banca estadounidense es uno de los factores explicativos de su mejor valoración por el mercado, aspecto que analizamos más adelante.

En cuanto a eficiencia operativa (*Ctl*), la evolución ha sido mucho menos favorable que en el caso de los *NPL*. De hecho, como puede observarse en

Gráfico 2

**Tasas de morosidad (NPL): actual y preunión bancaria**

(En porcentaje)



Fuentes: SNL Financial, Factset, Afi.

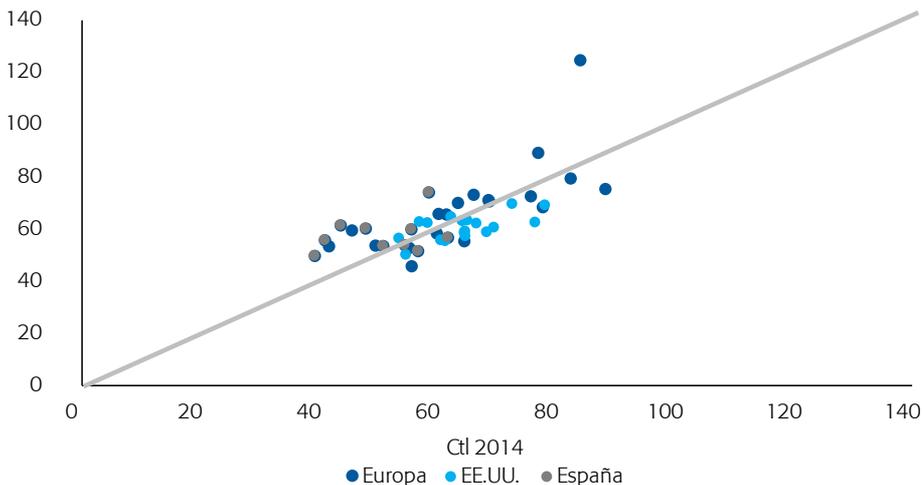
el gráfico 3, la mayoría de bancos europeos, y entre ellos los españoles, han deteriorado su ratio de eficiencia, en la medida en que se hallan por encima de la diagonal, indicando que su ratio *Ctl* es más elevada en 2017 que en 2014. En esa desfavorable evolución de la eficiencia ha pesado, sin duda, la

persistente presión a la baja en los márgenes brutos (el denominador de la ratio de eficiencia), en un contexto de no crecimiento de negocio y tipos cero o incluso negativos. Esa presión a la baja sobre márgenes no ha podido ser compensada con la reducción de costes que la mayoría de entidades

Gráfico 3

**Eficiencia (Ctl): actual y preunión bancaria**

(En porcentaje)



Fuentes: SNL, Factset, Afi.

han llevado a cabo. En contraste, la banca estadounidense, cuyos márgenes son más elevados y su volumen de negocio ha crecido más, ha visto mejorar su eficiencia en el último trienio.

En todo caso merece destacarse que, aun habiendo empeorado algo respecto a 2014, la ratio de eficiencia de la banca española es claramente mejor (más reducida) que la registrada en sus homólogos europeos o estadounidenses.

Finalmente, en ese chequeo a cómo ha mejorado la *performance* de la banca europea y española en el marco de la unión bancaria, debemos concluir en el parámetro clave desde la perspectiva de los inversores en capital bancario, cual es el de la rentabilidad (*ROE*), cuya evolución entre 2017 y 2014 aparece representada en el gráfico 4.

Aunque la mayoría de entidades se encuentran por encima de la diagonal (*ROE* en 2017 mejor que en 2014), es destacable la gran dispersión entre entidades, con un rango que oscila entre el 1% y el 15%. Dentro de la dispersión, los bancos estadounidenses presentan mejores *ROE* que los europeos, y dentro de estos últimos, los españoles aparecen en una posición algo más favorable que los de otros países.

## Performance bancaria y valoración bursátil

Tras analizar la evolución seguida por las principales variables de *performance* bancaria en los tres años de unión bancaria, queremos analizar la importancia relativa que cada una de ellas tiene para explicar las diferencias de valoración de los bancos.

Para ello graficamos, para la muestra de bancos seleccionados, la relación entre su valoración relativa (ratio *PBV*) y su posicionamiento en términos

*En el análisis de regresión entre los indicadores de performance y la valoración bursátil, la relación más significativa es con la rentabilidad (ROE), siendo más intensa en Estados Unidos que en Europa, si bien dentro de esta es más elevada en España.*

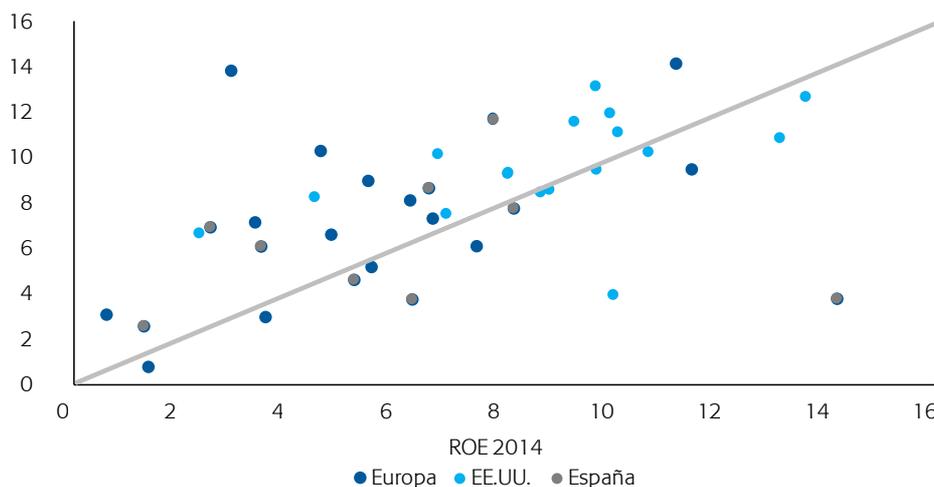
de las tres medidas de *performance* utilizadas: rentabilidad (*ROE*), morosidad (*NPL*) y eficiencia (*Ctl*).

La relación entre valoración relativa y rentabilidad (*ROE*) es claramente positiva –a mayor *ROE* mejor

Gráfico 4

### Rentabilidad sobre recursos propios (*ROE*): actual y preunión bancaria

(En porcentaje)

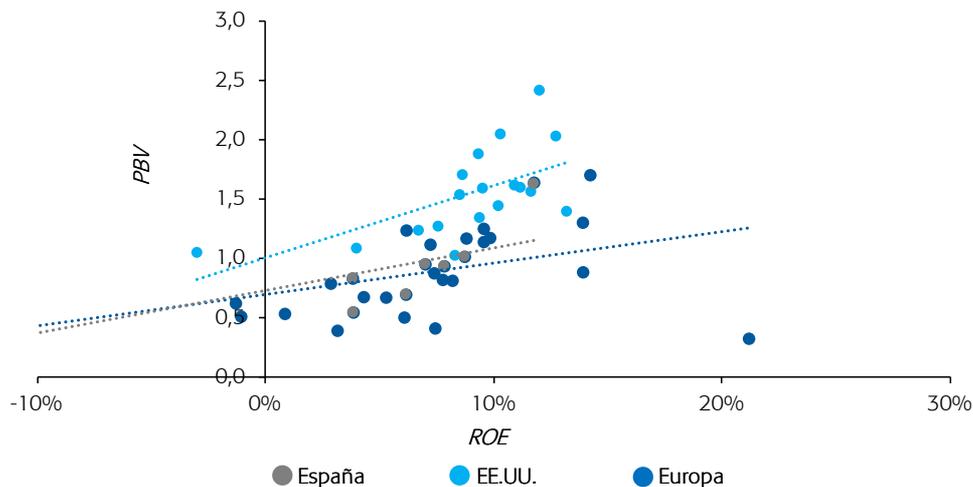


Fuentes: SNL Financial, Factset, Afi.

Gráfico 5

Relación entre valoración relativa (PBV) y rentabilidad (ROE)

(2017)



Fuentes: Afi, SNL Financial, Factset.

valoración relativa— y muy significativa estadística-mente; de hecho es la variable que más explica las diferencias de valoración entre bancos. La recta de regresión estimada es mucho más intensa en Estados Unidos que en Europa, y dentro de esta es más elevada en los bancos españoles que en el resto de países. Es decir, no solamente es que la banca americana genera más ROE que la europea, sino que cada punto de ROE es valorado por el mercado más en el caso de los bancos estadounidenses que en el de los europeos, y dentro de estos, más en los bancos españoles.

En cuanto a la relación entre valoración bursátil y morosidad (NPL), el gráfico 6 confirma la relación inversa existente entre ambas variables —a mayor NPL menor valoración relativa—, relación que tiene lugar en todas las áreas geográficas. La pendiente de la recta estimada es más intensa en España que en Estados Unidos y Europa, de tal manera que cada punto de reducción de NPL es valorado más en España que en el resto. En todo caso, la capacidad explicativa de NPL sobre la valoración es sustancialmente menor que la que tenía lugar en el caso del ROE.

Finalmente, el gráfico 7 presenta la relación entre valoración relativa y ratio de eficiencia (CtI),

en el que se pone de manifiesto una relación inversa en España y Europa (a menor CtI, mejor valoración), y directa en Estados Unidos, lo cual resulta un tanto contraintuitivo.

Dado que los tres indicadores tienen, cada uno por separado, influencia sobre la valoración relativa de los bancos, realizamos un análisis de regresión múltiple tratando de estimar la capacidad explicativa conjunta sobre la valoración. Los resultados de dicha regresión ponen de manifiesto que, en conjunto, los tres indicadores tienen una capacidad explicativa (R<sup>2</sup>) del 55%, siendo mucho más significativo el efecto de ROE que el de las otras dos variables (NPL y CtI) como factor explicativo de las diferencias de valoración. El modelo estimado es el siguiente:

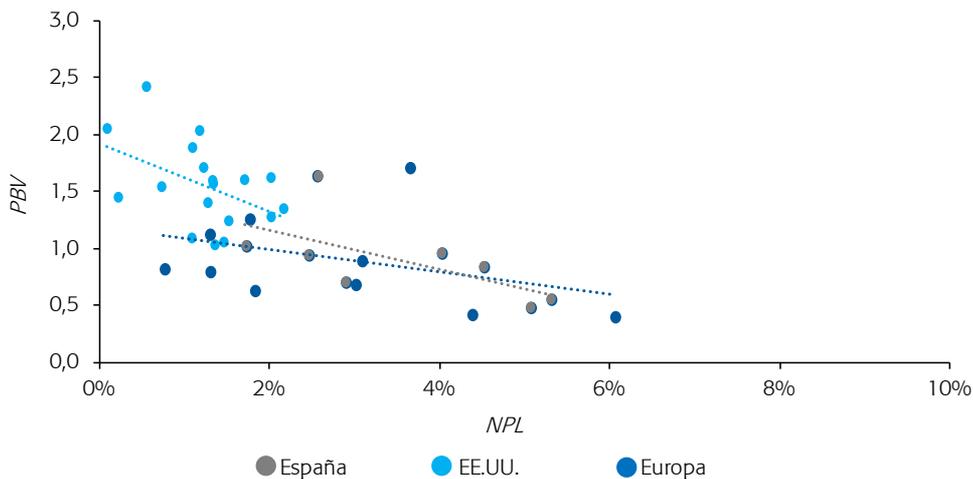
$$PBV = 0,90 + 0,025*ROE - 0,004*NPL - 0,004*CtI$$

Conviene añadir un matiz aclaratorio al interpretar estos resultados, y sobre todo a la hora de concluir que NPL o CtI tienen poco impacto en valoración por el mercado, lo cual sería erróneo. Hay que tener en cuenta que existe una

Gráfico 6

**Relación entre valoración relativa (PBV) y morosidad (NPL)**

(2017)



Fuentes: Afi, SNL Financial, Factset.

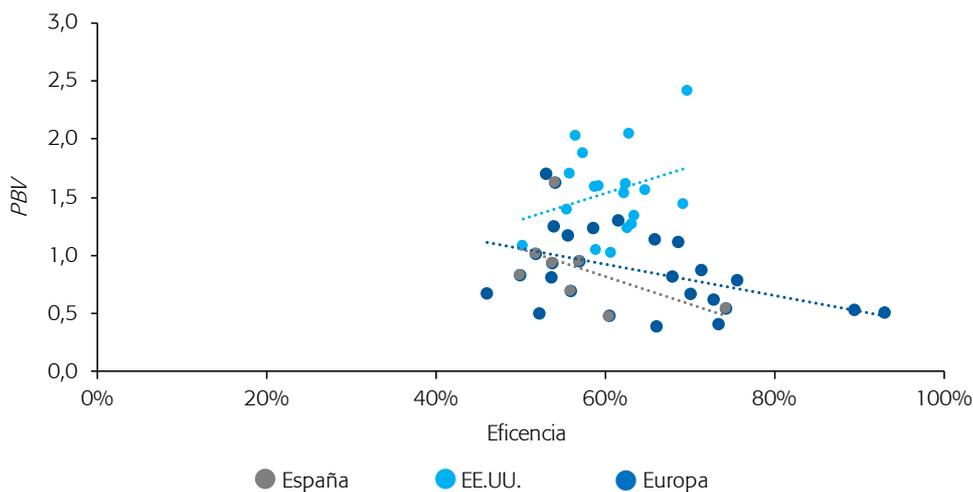
muy elevada correlación entre las tres variables de *performance*, de tal manera que la rentabilidad (*ROE*) está muy correlacionada con mejores ratios de eficiencia (menor *Ctl*), así como con reducidas ratios de morosidad (*NPL*), lo

que redundaría en menores activos improductivos y también en menores provisiones a realizar. Dadas esas elevadas correlaciones, hay que aclarar que, en una regresión múltiple como la realizada aquí, la significatividad atri-

Gráfico 7

**Relación entre valoración relativa (PBV) y eficiencia (Ctl)**

(2017)

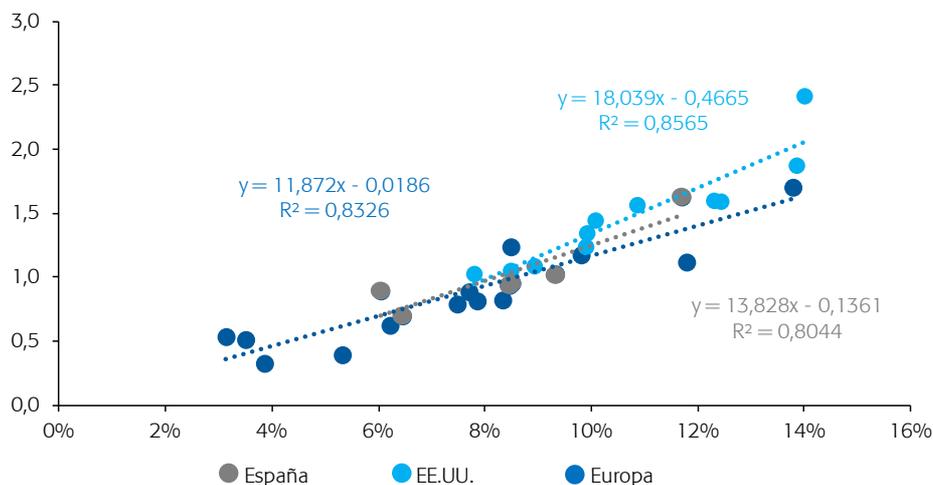


Fuentes: Afi, SNL Financial, Factset.

Gráfico 8

Relación entre valoración relativa (PBV) y ROE proSpectivo 2018

(Estimado)



Fuentes: Afi, SNL Financial, Factset.

buida a las variables *NPL* y *Ctl* es únicamente la "incremental" respecto de la que ya incorpora *ROE* como principal variable explicativa.

Estados Unidos que en Europa, y dentro de esta es mayor en los bancos españoles que en el resto.

*Con una perspectiva forward looking, es decir, con el ROE estimado por el consenso de mercado, la capacidad explicativa se acerca al 90%, lo que denotaría en que el mercado estaría descontando futuros beneficios.*

Dada esa relevancia que el *ROE* proSpectivo tiene sobre la valoración bursátil de los bancos, queremos concluir esta nota con una síntesis de lo que el consenso del mercado anticipa para el próximo trienio, y cómo compara con el obtenido en el trienio anterior, el primero bajo el paraguas de la unión bancaria. En este sentido, el consenso parece bastante claro en cuanto a persistir en la mejora del *ROE* de todos los sistemas bancarios, bajo un peso decreciente de *NPL*'s y tal vez mejora prospectiva de eficiencia si los márgenes dan un respiro e inician un leve repunte, como así anticipamos en Afi para España y Europa.

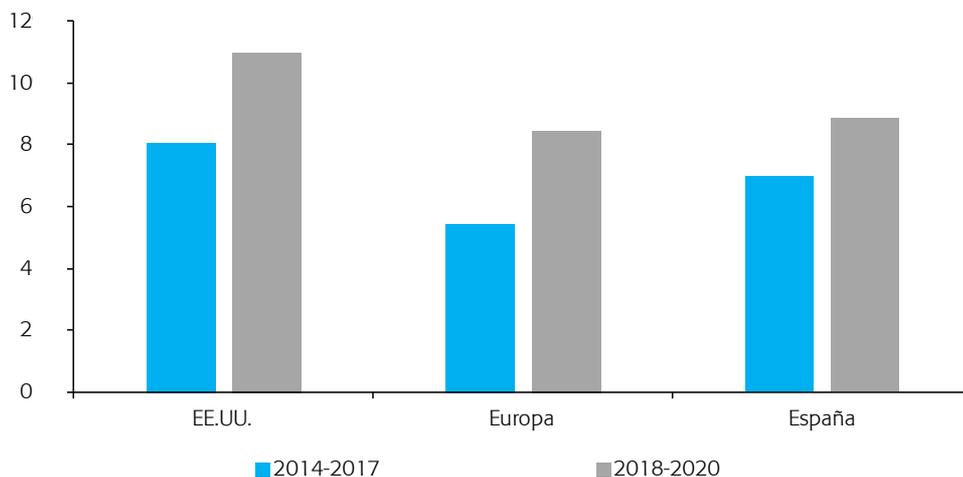
Dada esa relevancia que el mercado otorga al *ROE* como principal factor explicativo de la valoración relativa (PBV), hemos realizado un último intento de mejorar la capacidad explicativa incorporando una perspectiva anticipadora, o *forward looking*, centrándonos no tanto en el *ROE* del último año, sino en el anticipado para el próximo año por el consenso del mercado. Como puede comprobarse en el gráfico 8, la capacidad explicativa mejora sensiblemente, acercándose al 90%, y en todo caso siguen manteniéndose las grandes tendencias que habíamos observado anteriormente: la pendiente de la recta de regresión es mayor en

En todo caso, la banca estadounidense va a seguir generando un *ROE* sustancialmente más elevado que la europea, consolidando claramente ese 10% que se asume como deseable en el largo plazo, algo que no se contempla como plausible en el caso europeo, ni en el español, que seguirá presentando mejor *ROE* que la media europea, aunque la diferencia se va recortando.

Gráfico 9

**ROE promedio 2014-2017 y prospectivo 2018-2020**

(En porcentaje)



Fuentes: Afi, SNL Financial, Factset.

**Conclusiones**

Las condiciones para el desarrollo del negocio bancario han mejorado considerablemente en los últimos años gracias en parte a la creación de la unión bancaria, que ha propiciado una favorable trayectoria de las principales ratios del negocio bancario.

Esta mejora ha sido recogida por el mercado, evidenciada en el aumento de las ratios de valoración bursátil, mostrando una mayor confianza en el negocio bancario, especialmente en el europeo. Sin embargo, las diferencias entre zonas geográficas son ostensibles, así como las que se dan entre

las variables que tienen un mayor impacto en la valoración bursátil, encontrándose mejor valorados los bancos estadounidenses (1,5 veces su valor en libros) que los europeos (ligeramente por debajo de su valor en libros).

Dentro de Europa, la banca española es, entre los principales sistemas bancarios, la que se encuentra mejor valorada por el mercado, sin duda alguna capitalizando los mayores esfuerzos realizados, tanto para sanear activos, como sobre todo para reajustar capacidad, lo que la ha situado en una posición favorable en eficiencia y rentabilidad frente a sus comparables europeos.



# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

## INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

## Contabilidad Nacional: PIB y principales agregados por el lado de la demanda\* (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

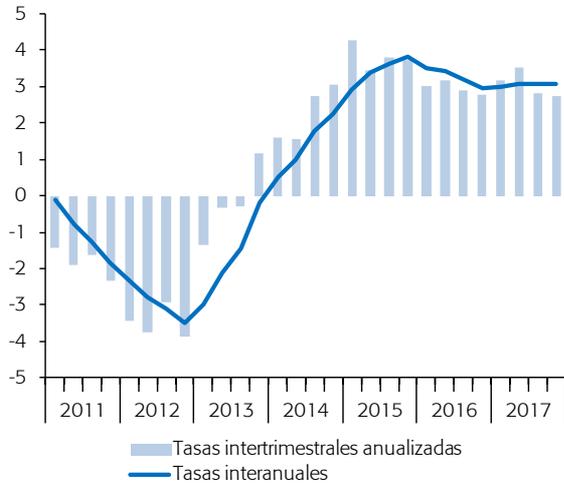
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>												
2011	-1,0	-2,4	-0,3	-6,9	-11,7	-13,3	-10,2	0,9	7,4	-0,8	-3,1	2,1
2012	-2,9	-3,5	-4,7	-8,6	-12,3	-10,3	-13,9	-3,5	1,1	-6,4	-5,1	2,2
2013	-1,7	-3,1	-2,1	-3,4	-8,6	-10,2	-7,3	2,8	4,3	-0,5	-3,2	1,5
2014	1,4	1,5	-0,3	4,7	4,2	11,3	-1,1	5,2	4,3	6,6	1,9	-0,5
2015	3,4	3,0	2,1	6,5	3,8	-1,0	7,9	9,4	4,2	5,9	3,9	-0,4
2016	3,3	3,0	0,8	3,3	2,4	4,4	0,9	4,2	4,8	2,7	2,5	0,7
2017	3,1	2,4	1,6	5,0	4,6	8,3	1,5	5,4	5,0	4,7	2,8	0,3
2018	2,8	2,2	1,2	5,5	5,6	8,3	3,1	5,4	5,0	4,9	2,6	0,2
2019	2,4	2,0	1,0	4,5	4,7	7,2	2,1	4,3	4,8	4,8	2,3	0,1
2017 I	3,0	2,2	1,0	4,9	4,5	6,1	3,0	5,4	5,6	4,5	2,5	0,5
II	3,1	2,4	1,5	3,9	4,3	8,4	0,7	3,6	4,5	3,1	2,5	0,6
III	3,1	2,4	1,4	5,6	5,1	9,2	1,6	6,2	5,6	5,9	3,0	0,1
IV	3,1	2,5	2,4	5,6	4,8	9,5	0,5	6,4	4,4	5,2	3,2	-0,1
2018 I	2,9	2,6	1,4	4,7	4,3	7,8	1,1	5,1	3,2	2,8	2,7	0,2
II	2,7	2,2	1,2	5,6	5,1	8,2	2,1	6,1	4,0	4,1	2,7	0,1
III	2,7	2,0	1,1	5,6	6,4	9,2	3,8	4,8	5,5	5,2	2,5	0,2
IV	2,6	1,9	0,8	6,1	6,7	8,0	5,5	5,5	7,4	7,4	2,4	0,2
2019 I	2,5	1,9	0,9	5,2	5,7	7,2	4,1	4,7	6,2	6,1	2,3	0,2
II	2,4	1,9	0,9	4,6	4,9	7,0	2,8	4,3	5,5	5,4	2,3	0,1
III	2,3	2,0	0,9	4,3	4,3	7,1	1,5	4,2	4,1	4,2	2,3	0,1
IV	2,3	2,1	1,1	4,0	3,9	7,5	0,1	4,1	3,3	3,5	2,3	0,0
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>												
2017 I	3,2	1,8	4,4	11,5	10,3	18,5	3,3	12,8	10,1	15,7	4,4	-1,2
II	3,5	3,3	1,9	2,5	3,9	7,1	1,1	1,1	4,2	1,8	2,6	0,9
III	2,8	2,8	1,7	5,6	1,0	3,2	-1,0	10,4	2,3	4,1	3,3	-0,5
IV	2,7	2,2	1,7	2,9	4,0	9,9	-1,2	1,9	1,1	0,0	2,4	0,3
2018 I	2,7	2,0	0,5	7,7	8,3	11,0	5,5	7,1	5,4	5,3	2,6	0,1
II	2,7	1,9	1,0	6,2	7,2	9,0	5,5	5,1	7,3	7,0	2,5	0,3
III	2,6	1,8	1,2	5,6	6,2	7,0	5,5	5,0	8,6	8,7	2,4	0,2
IV	2,5	1,8	0,7	5,1	5,2	5,0	5,5	5,0	8,5	8,7	2,3	0,2
2019 I	2,3	2,0	0,9	3,9	4,1	8,0	0,1	3,7	0,8	0,4	2,1	0,1
II	2,3	2,0	1,0	3,9	4,1	8,0	0,1	3,7	4,1	4,2	2,2	0,1
III	2,3	2,2	1,2	4,2	3,9	7,5	0,1	4,5	3,3	3,8	2,4	-0,1
IV	2,4	2,2	1,5	4,0	3,4	6,5	0,1	4,5	5,2	5,6	2,4	0,0
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>										
2010	1.080,9	572	20,5	23,0	14,3	6,9	7,4	8,7	25,5	26,8	101,3	-1,3
2011	1.070,4	578	20,5	21,5	12,5	5,7	6,8	9,0	28,9	29,2	100,2	-0,2
2012	1.039,8	58,8	19,7	19,8	10,9	4,9	6,0	8,9	30,7	29,2	98,5	1,5
2013	1.025,7	58,3	19,7	18,8	9,7	4,1	5,6	9,0	32,2	29,0	96,7	2,2
2014	1.037,8	58,6	19,5	19,3	9,9	4,5	5,4	9,4	32,7	30,3	97,6	2,4
2015	1.080,0	58,0	19,3	19,8	10,0	4,4	5,5	9,9	32,9	30,7	97,7	2,3
2016	1.118,5	57,6	18,9	20,0	10,0	4,6	5,3	10,0	32,9	29,9	97,0	3,0
2017	1.163,7	57,7	18,5	20,6	10,4	5,1	5,3	10,2	34,1	31,4	97,3	2,7
2018	1.212,7	57,4	18,1	21,3	10,9	5,5	5,3	10,5	34,9	32,3	97,4	2,6
2019	1.258,3	57,2	17,8	21,8	11,2	5,9	5,3	10,6	35,5	32,9	97,4	2,6

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

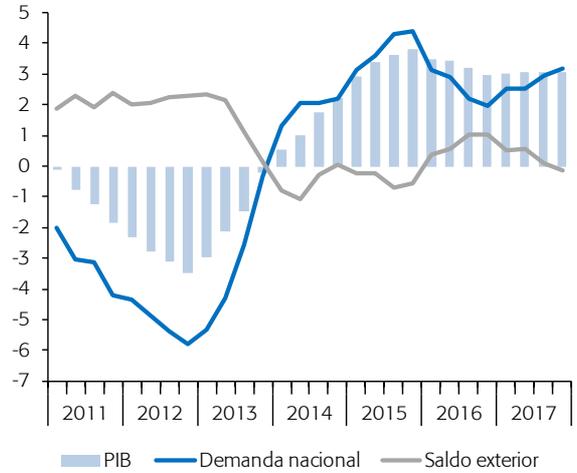
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

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

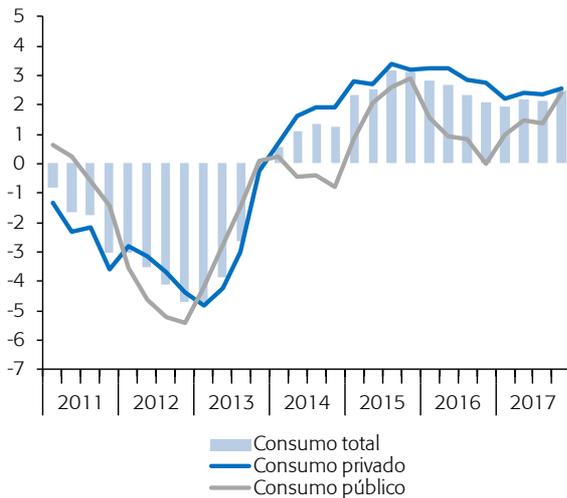
**Gráfico 1.1.- PIB**  
Tasas de crecimiento



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



**Gráfico 1.3.- Consumo final**  
Tasas de crecimiento interanuales



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



## Cuadro 2

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

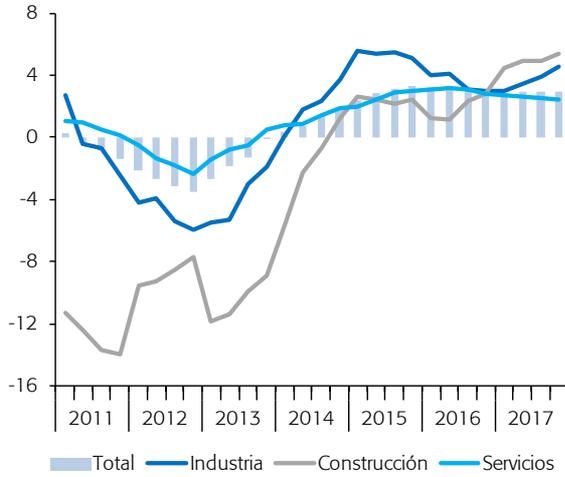
	Valor añadido bruto a precios básicos								Impuestos netos sobre los productos	
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración pública, salud y educación	Otros servicios		
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>										
2011	-0,6	4,4	-0,2	-1,3	-12,8	0,7	-0,1	-0,2	-5,5	
2012	-2,8	-9,7	-4,9	-5,2	-8,8	-1,5	-1,9	1,6	-4,0	
2013	-1,5	13,6	-3,9	-0,2	-10,5	-0,6	-1,7	3,3	-4,3	
2014	1,1	-1,2	2,0	3,0	-2,0	1,3	-0,8	2,0	4,0	
2015	2,9	-2,4	5,4	7,8	2,4	2,6	2,2	2,7	8,6	
2016	3,2	6,9	3,6	3,5	1,9	3,0	2,0	3,4	4,4	
2017	2,9	3,7	3,7	3,8	4,9	2,6	1,4	3,0	4,2	
2016	I	3,3	7,9	4,0	5,2	1,2	3,0	2,4	3,3	5,9
	II	3,3	7,3	4,1	4,0	1,2	3,2	2,3	3,5	4,5
	III	3,2	7,4	3,1	2,7	2,3	3,1	2,0	3,4	3,7
	IV	2,9	5,2	3,0	2,3	2,8	2,8	1,3	3,3	3,6
2017	I	2,9	5,0	3,0	2,6	4,5	2,7	1,3	3,2	4,1
	II	2,9	3,7	3,4	3,5	4,9	2,6	1,2	3,1	4,6
	III	2,9	4,2	3,9	4,3	4,9	2,5	1,3	2,9	4,2
	IV	3,0	2,0	4,6	4,7	5,4	2,5	1,6	2,8	3,7
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>										
2016	I	3,3	11,0	3,6	1,8	-0,1	3,1	1,9	3,6	0,8
	II	3,0	3,8	2,9	1,4	2,8	3,1	1,3	3,7	4,6
	III	2,7	2,5	0,8	0,5	4,7	3,1	1,2	3,7	4,4
	IV	2,6	3,8	4,9	5,4	4,2	1,9	0,9	2,2	4,5
2017	I	3,2	9,9	3,3	3,0	6,4	2,7	1,7	3,1	2,8
	II	3,2	-1,3	4,8	5,0	4,5	2,8	1,2	3,4	7,0
	III	2,8	4,5	2,6	3,9	4,6	2,7	1,5	3,1	2,6
	IV	2,7	-4,4	7,6	6,9	6,2	1,6	2,1	1,4	2,6
		<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del VAB a precios corrientes</b>							
2011		972,9	2,5	17,5	13,5	7,5	72,5	18,7	53,8	8,8
2012		1.025,6	2,5	17,4	13,2	6,7	73,5	18,5	54,9	9,0
2013		1.006,1	2,8	17,5	13,4	5,8	74,0	19,0	55,0	9,6
2014		989,9	2,7	17,6	13,7	5,6	74,1	18,8	55,4	9,9
2015		983,7	2,8	18,0	14,2	5,6	73,6	18,8	54,8	10,2
2016		954,0	2,8	17,9	14,2	5,6	73,8	18,7	55,0	10,2
2017		935,6	2,9	18,1	14,4	5,8	73,3	18,3	55,0	10,3

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE (CNTR).

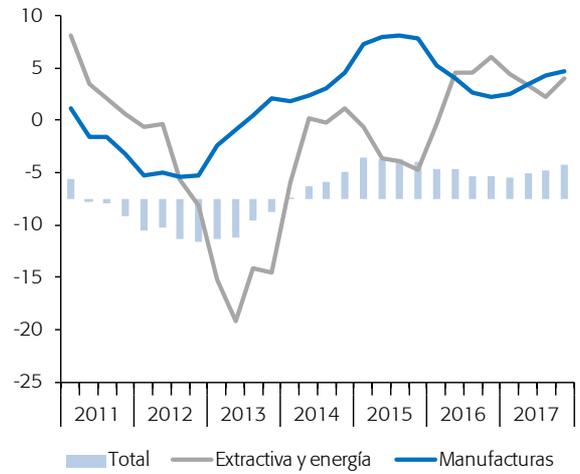
**Gráfico 2.1.- VAB por sector**

Tasas de crecimiento interanuales



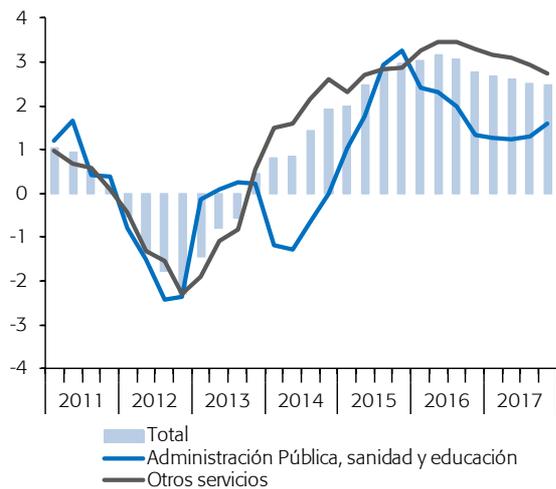
**Gráfico 2.2.- VAB, industria**

Tasas de crecimiento interanuales



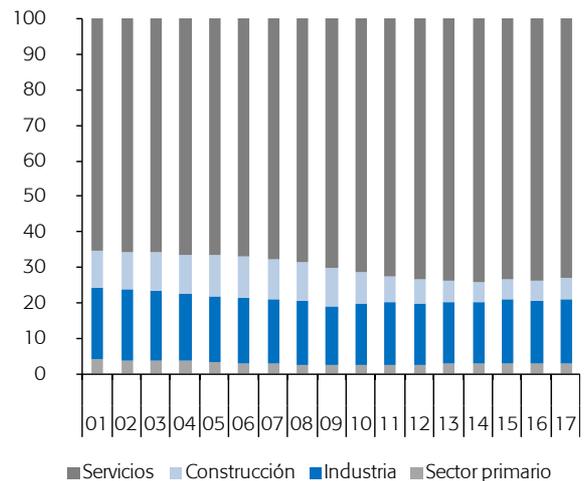
**Gráfico 2.3.- VAB, servicios**

Tasas de crecimiento interanuales



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

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

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

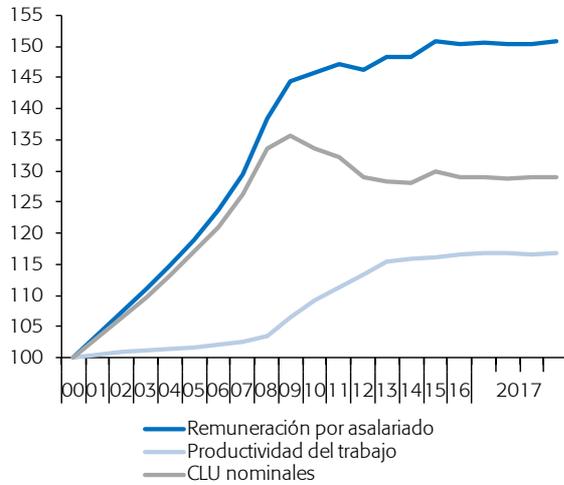
Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
<b>Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario</b>												
2011	123,3	110,8	111,3	147,1	132,2	98,4	98,8	75,9	130,1	159,0	122,1	95,3
2012	119,7	105,5	113,5	146,2	128,9	95,9	93,7	70,3	133,2	161,6	121,4	94,4
2013	117,6	101,9	115,5	148,2	128,4	95,2	93,5	67,0	139,6	164,2	117,6	91,5
2014	119,3	103,0	115,9	148,4	128,1	95,1	96,2	66,1	145,5	165,1	113,5	88,1
2015	123,4	106,2	116,2	150,8	129,8	95,8	103,7	68,0	152,5	167,3	109,7	85,4
2016	127,4	109,4	116,5	150,3	129,0	95,0	107,4	70,2	152,9	167,6	109,6	85,5
2017	131,3	112,5	116,7	150,5	128,9	94,0	111,4	72,5	153,7	168,5	109,7	84,1
2018	134,9	115,2	117,1	152,0	129,8	93,3	--	--	--	--	--	--
2019	138,1	117,6	117,5	153,5	130,7	92,7	--	--	--	--	--	--
2016 I	126,0	108,3	116,3	150,1	129,0	95,3	106,7	69,5	153,6	167,3	108,9	85,2
II	127,0	109,0	116,5	150,5	129,2	95,3	107,0	69,8	153,3	167,5	109,2	85,4
III	127,9	109,9	116,4	150,1	128,9	94,9	107,2	70,4	152,1	167,7	110,2	85,9
IV	128,8	110,4	116,7	150,6	129,0	94,5	108,6	71,2	152,6	167,9	110,0	85,3
2017 I	129,8	111,1	116,8	150,6	128,9	94,6	109,4	71,6	152,8	168,4	110,2	84,7
II	130,9	112,2	116,7	150,2	128,7	94,0	110,8	72,2	153,5	168,3	109,6	84,0
III	131,8	113,0	116,6	150,5	129,0	94,0	111,8	72,8	153,7	168,5	109,7	84,3
IV	132,7	113,5	116,9	150,8	129,0	93,4	113,7	73,5	154,7	168,8	109,1	83,3
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>												
2011	3,8	-2,8	6,7	0,9	-5,5	-5,5	1,9	-3,8	5,9	2,2	-3,5	-5,5
2012	-2,9	-4,8	2,0	-0,6	-2,5	-2,6	-5,2	-7,4	2,3	1,7	-0,6	-1,0
2013	-1,7	-3,4	1,8	1,4	-0,4	-0,7	-0,2	-4,8	4,8	1,6	-3,1	-3,0
2014	1,4	1,0	0,3	0,1	-0,2	0,0	3,0	-1,3	4,3	0,6	-3,5	-3,8
2015	3,4	3,2	0,3	1,6	1,4	0,7	7,8	2,8	4,8	1,3	-3,4	-3,0
2016	3,3	3,0	0,3	-0,3	-0,6	-0,9	3,5	3,3	0,2	0,2	-0,1	0,1
2017	3,1	2,8	0,2	0,1	-0,1	-1,0	3,8	3,3	0,5	0,6	0,1	-1,6
2018	2,8	2,4	0,3	1,0	0,7	-0,7	--	--	--	--	--	--
2019	2,4	2,1	0,3	1,0	0,7	-0,7	--	--	--	--	--	--
2016 I	6,5	3,4	3,0	-0,4	-3,3	-3,3	5,2	3,5	1,7	0,4	-1,3	-0,1
II	6,9	2,8	4,0	-0,1	-3,9	-4,2	4,0	2,8	1,1	0,1	-1,0	-0,6
III	7,0	3,1	3,8	-0,4	-4,1	-4,4	2,7	3,1	-0,3	0,2	0,6	0,3
IV	6,9	2,7	4,1	-0,5	-4,3	-4,8	2,3	3,8	-1,4	0,0	1,5	0,6
2017 I	3,0	2,6	0,4	0,3	0,0	-0,8	2,6	3,1	-0,5	0,7	1,2	-0,7
II	3,1	2,9	0,2	-0,2	-0,3	-1,3	3,5	3,4	0,1	0,5	0,4	-1,7
III	3,1	2,9	0,2	0,3	0,0	-0,9	4,3	3,3	1,0	0,5	-0,5	-1,9
IV	3,1	2,9	0,2	0,2	0,0	-1,2	4,7	3,3	1,4	0,6	-0,8	-2,2

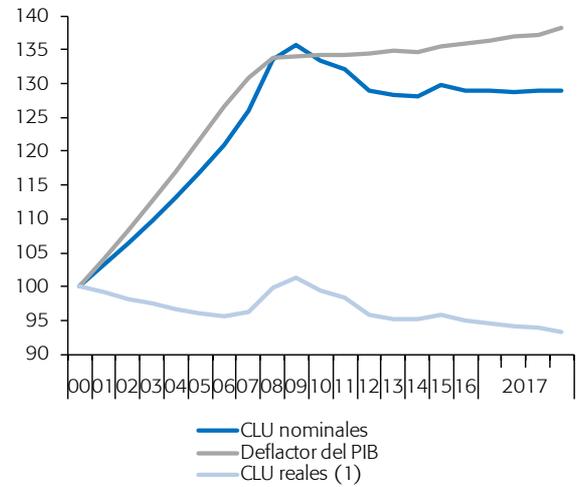
(a) CLU nominales deflactados con el deflactor del PIB/VAB.

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

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

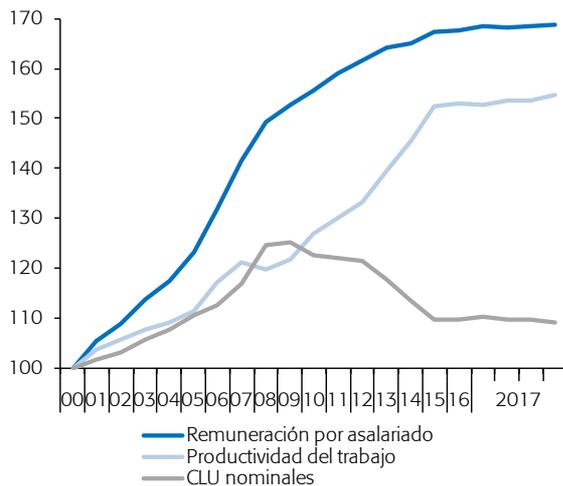


**Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía**  
Índices, 2000=100

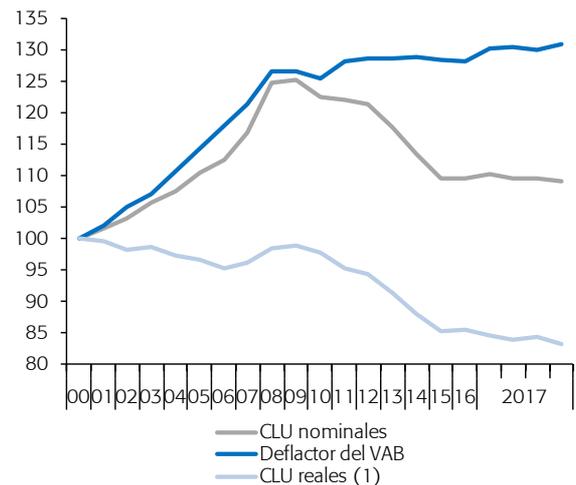


(1) CLU nominales deflactados por el deflactor del PIB.

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



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

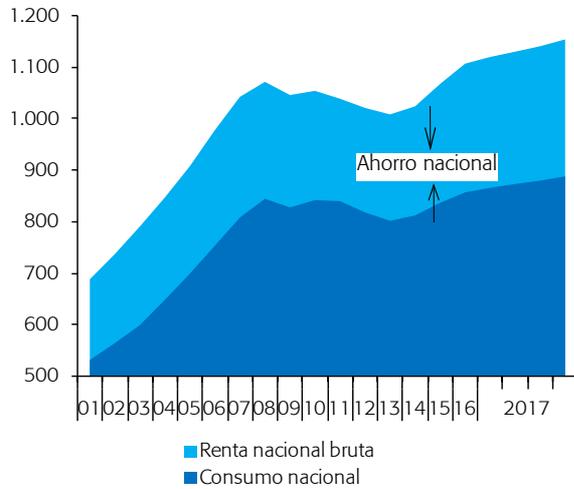


(1) CLU nominales deflactados por el deflactor del VAB industrial.

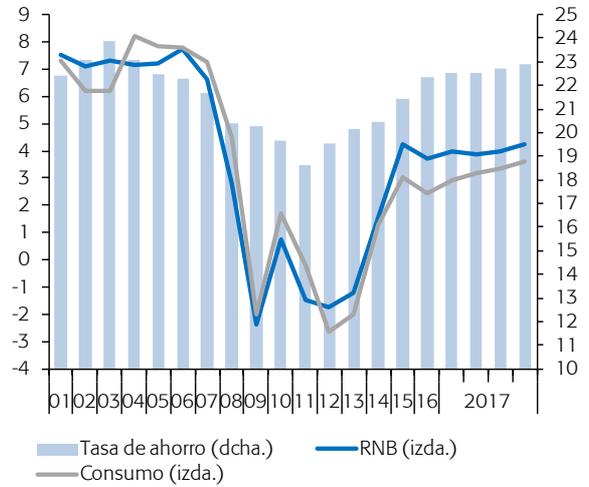


**Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro**

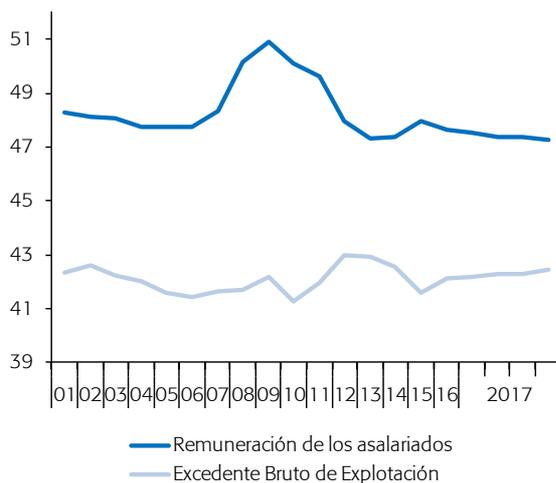
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

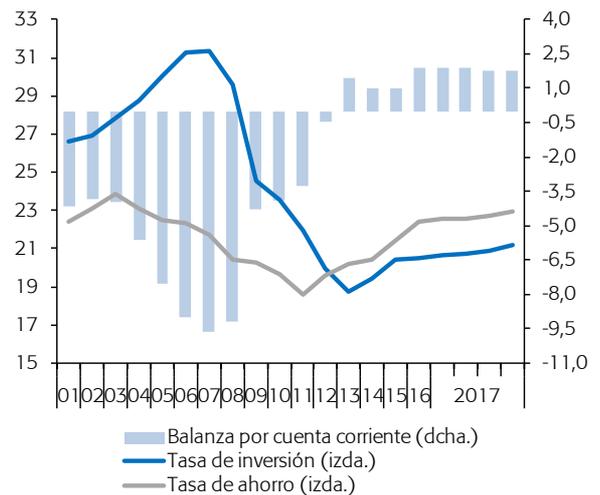
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



## Cuadro 5

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

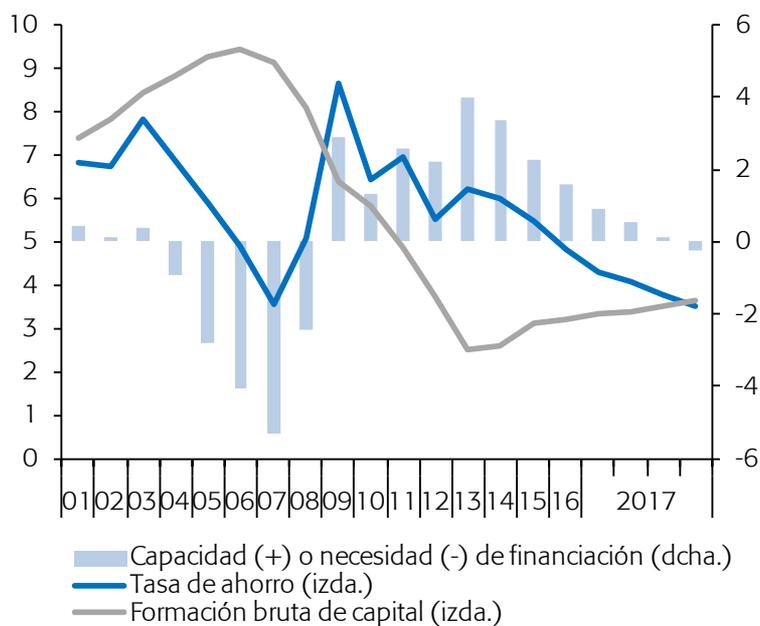
Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras							
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro (en % de la RDB)	Formación bruta de capital en % del PIB	Cap. o nec. de financiación en % del PIB	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro (en % del PIB)	Formación bruta de capital en % del PIB	Cap. o nec. de financiación en % del PIB		
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>															
2011	694,2	618,9	74,7	52,2	10,8	4,9	2,6	232,8	144,8	131,4	13,5	12,3	2,1		
2012	670,6	611,3	57,2	38,8	8,5	3,7	2,2	234,6	144,8	136,5	13,9	13,1	1,4		
2013	664,4	598,5	63,9	25,7	9,6	2,5	4,0	235,0	160,5	136,2	15,7	13,3	2,9		
2014	671,8	608,7	62,1	27,0	9,2	2,6	3,4	236,9	158,8	148,5	15,3	14,3	1,8		
2015	686,6	626,3	58,9	33,6	8,6	3,1	2,3	243,6	175,4	153,0	16,2	14,2	2,9		
2016	700,1	644,7	54,0	35,8	7,7	3,2	1,6	258,3	194,2	166,2	17,4	14,9	3,1		
2017	714,1	671,7	40,9	42,4	5,7	3,6	-0,3	272,5	205,1	176,1	17,6	15,1	2,9		
2018	741,4	696,2	43,8	46,2	5,9	3,8	-0,2	282,8	215,7	190,2	17,8	15,7	2,7		
2019	766,4	719,5	45,5	51,3	5,9	4,1	-0,5	293,6	225,4	200,2	17,9	15,9	2,5		
2016 I	690,5	630,7	58,7	33,3	8,5	3,1	2,3	245,8	179,7	157,2	16,5	14,4	2,8		
II	694,9	634,6	59,0	34,7	8,5	3,2	2,2	250,7	187,5	158,6	17,1	14,4	3,3		
III	696,6	639,0	56,4	35,1	8,1	3,2	1,9	254,6	193,0	163,3	17,4	14,7	3,3		
IV	700,1	644,7	54,0	35,8	7,7	3,2	1,6	258,3	194,2	166,2	17,4	14,9	3,1		
2017 I	702,4	652,4	48,7	37,9	6,9	3,4	0,9	261,7	199,6	168,4	17,7	14,9	3,3		
II	707,2	659,4	46,6	38,8	6,6	3,4	0,6	265,7	198,3	171,6	17,4	15,0	2,8		
III	709,5	665,0	43,3	40,4	6,1	3,5	0,1	267,9	198,9	173,0	17,3	15,0	2,7		
IV	714,1	671,7	40,9	42,4	5,7	3,6	-0,3	272,5	205,1	176,1	17,6	15,1	2,9		
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>				<b>Diferencia sobre año anterior</b>				<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>				<b>Diferencia sobre año anterior</b>			
2011	0,8	0,0	7,5	-17,1	0,7	-0,9	1,3	-1,3	-10,5	-0,5	-1,4	0,1	-1,6		
2012	-3,4	-1,2	-23,4	-25,6	-2,2	-1,1	-0,3	0,8	0,0	3,9	0,4	0,9	-0,7		
2013	-0,9	-2,1	11,7	-33,9	1,1	-1,2	1,8	0,1	10,9	-0,2	1,7	0,2	1,4		
2014	1,1	1,7	-2,9	5,1	-0,4	0,1	-0,6	0,8	-1,1	9,0	-0,3	1,0	-1,1		
2015	2,2	2,9	-5,0	24,5	-0,7	0,5	-1,1	2,8	10,4	3,0	0,9	-0,1	1,1		
2016	2,0	2,9	-8,4	6,5	-0,9	0,1	-0,7	6,0	10,8	8,7	1,1	0,7	0,2		
2017	2,0	4,2	-24,2	18,5	-2,0	0,4	-1,8	5,5	5,6	6,0	0,3	0,3	-0,1		
2018	3,8	3,6	6,9	8,9	0,2	0,2	0,0	3,8	5,2	8,0	0,2	0,5	-0,3		
2019	3,4	3,3	4,0	10,9	0,0	0,3	-0,3	3,8	4,5	5,3	0,1	0,2	-0,2		
2016 I	2,0	3,0	-7,7	16,4	-0,9	0,3	-1,0	2,8	9,2	4,9	0,8	0,1	0,6		
II	1,7	3,0	-10,1	17,9	-1,1	0,4	-1,2	4,2	13,2	3,0	1,4	-0,1	1,4		
III	1,3	2,8	-12,1	12,7	-1,2	0,2	-1,1	4,9	14,4	6,9	1,6	0,4	0,9		
IV	2,0	2,9	-8,4	6,5	-0,9	0,1	-0,7	6,0	10,8	8,7	1,1	0,7	0,2		
2017 I	1,7	3,4	-17,0	13,9	-1,6	0,3	-1,4	6,4	11,1	7,1	1,2	0,5	0,5		
II	1,8	3,9	-21,1	12,0	-1,9	0,3	-1,6	6,0	5,7	8,2	0,3	0,6	-0,5		
III	1,8	4,1	-23,2	15,2	-2,0	0,3	-1,8	5,2	3,1	5,9	-0,1	0,3	-0,6		
IV	2,0	4,2	-24,2	18,5	-2,0	0,4	-1,8	5,5	5,6	6,0	0,3	0,3	-0,1		

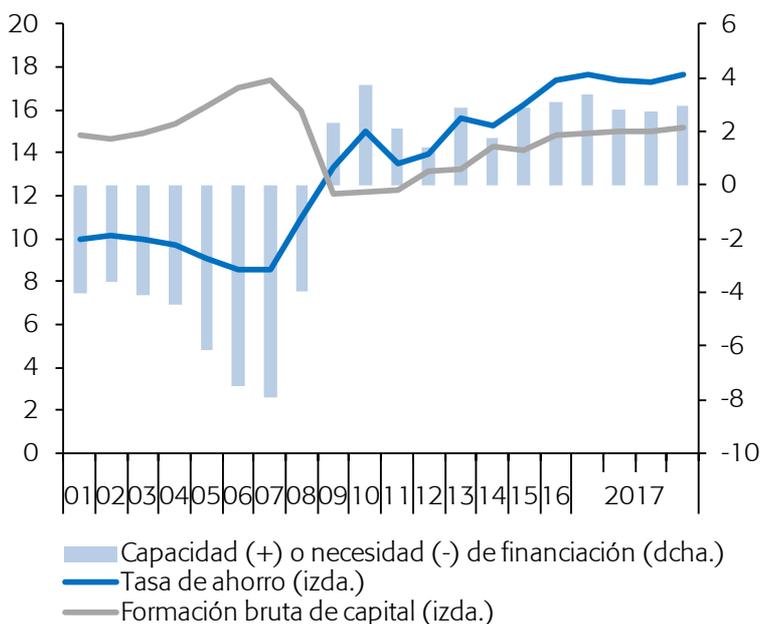
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

**Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación**

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

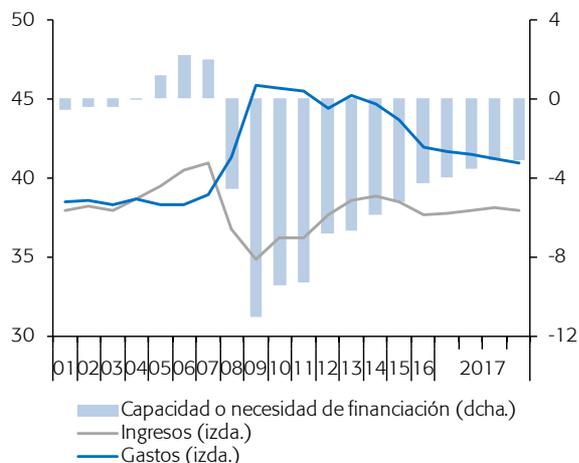
## Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotizaciones sociales (recibidas)	Remuneración de asalariados	Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3+4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>														
2011	150,3	106,2	102,0	137,8	122,6	16,2	164,2	22,5	170,8	219,7	-48,9	54,3	-103,2	-99,7
2012	142,2	108,2	106,4	131,9	113,9	20,3	168,6	18,6	167,2	205,3	-38,1	70,8	-108,8	-70,6
2013	143,0	114,6	105,2	128,2	114,7	24,1	170,8	20,6	160,8	201,9	-41,1	30,6	-71,7	-68,4
2014	143,4	119,2	105,6	130,1	115,2	25,7	171,1	20,6	165,7	202,0	-36,3	25,6	-61,9	-60,6
2015	147,5	127,0	109,2	132,3	119,4	24,4	170,6	21,3	180,3	208,9	-28,6	28,4	-57,0	-56,5
2016	149,4	128,8	110,8	136,2	121,3	23,1	173,8	20,8	186,2	210,9	-24,7	25,7	-50,4	-48,0
2017	151,4	134,4	118,8	142,9	122,8	22,6	177,9	19,9	204,3	214,8	-10,6	25,7	-36,2	-35,8
2018	154,4	143,0	120,5	147,7	126,3	19,1	180,4	21,7	218,2	219,5	-1,3	25,2	-26,5	-26,5
2019	157,1	150,0	124,6	152,3	128,9	20,0	185,3	22,3	227,4	224,0	3,4	26,0	-22,6	-22,6
2016 I	147,4	126,2	106,9	132,9	119,3	23,9	171,1	20,7	178,5	209,4	-30,9	26,9	-57,8	-57,4
II	148,4	127,3	105,0	134,1	120,4	23,5	172,5	19,3	179,1	210,3	-31,2	26,9	-58,1	-56,1
III	149,2	128,4	107,0	135,2	121,1	23,2	173,1	20,7	181,7	211,1	-29,4	24,7	-54,1	-51,8
IV	149,4	128,8	110,8	136,2	121,3	23,1	173,8	20,8	186,2	210,9	-24,7	25,7	-50,4	-48,0
2017 I	150,0	130,6	111,9	137,9	121,8	23,0	174,3	19,4	191,9	212,1	-20,2	26,9	-47,1	-44,5
II	149,9	132,4	115,0	139,6	121,6	22,8	175,3	20,3	196,8	212,5	-15,6	26,0	-41,6	-40,6
III	150,6	133,7	118,6	141,3	122,2	22,6	176,2	20,3	203,0	213,5	-10,5	25,8	-36,3	-35,7
IV	151,4	134,4	118,8	142,9	122,8	22,6	177,9	19,9	204,3	214,8	-10,6	25,7	-36,2	-35,8
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>														
2011	14,0	9,9	9,5	12,9	11,5	1,5	15,3	2,1	16,0	20,5	-4,6	5,1	-9,6	-9,3
2012	13,7	10,4	10,2	12,7	11,0	2,0	16,2	1,8	16,1	19,7	-3,7	6,8	-10,5	-6,8
2013	13,9	11,2	10,3	12,5	11,2	2,3	16,6	2,0	15,7	19,7	-4,0	3,0	-7,0	-6,7
2014	13,8	11,5	10,2	12,5	11,1	2,5	16,5	2,0	16,0	19,5	-3,5	2,5	-6,0	-5,8
2015	13,7	11,8	10,1	12,3	11,1	2,3	15,8	2,0	16,7	19,3	-2,6	2,6	-5,3	-5,2
2016	13,4	11,5	9,9	12,2	10,8	2,1	15,5	1,9	16,6	18,9	-2,2	2,3	-4,5	-4,3
2017	13,0	11,5	10,2	12,3	10,6	1,9	15,3	1,7	17,6	18,5	-0,9	2,2	-3,1	-3,1
2018	12,7	11,8	9,9	12,2	10,4	1,6	14,9	1,8	18,0	18,1	-0,1	2,1	-2,2	-2,2
2019	12,5	11,9	9,9	12,1	10,2	1,6	14,7	1,8	18,1	17,8	0,3	2,1	-1,8	-1,8
2016 I	13,5	11,6	9,8	12,2	11,0	2,2	15,7	1,9	16,4	19,2	-2,8	2,5	-5,3	-5,3
II	13,5	11,6	9,5	12,2	11,0	2,1	15,7	1,8	16,3	19,1	-2,8	2,4	-5,3	-5,1
III	13,4	11,6	9,6	12,2	10,9	2,1	15,6	1,9	16,4	19,0	-2,7	2,2	-4,9	-4,7
IV	13,4	11,5	9,9	12,2	10,8	2,1	15,5	1,9	16,6	18,9	-2,2	2,3	-4,5	-4,3
2017 I	13,3	11,6	9,9	12,2	10,8	2,0	15,4	1,7	17,0	18,8	-1,8	2,4	-4,2	-3,9
II	13,1	11,6	10,1	12,2	10,7	2,0	15,4	1,8	17,3	18,6	-1,4	2,3	-3,6	-3,6
III	13,1	11,6	10,3	12,3	10,6	2,0	15,3	1,8	17,6	18,5	-0,9	2,2	-3,2	-3,1
IV	13,0	11,5	10,2	12,3	10,6	1,9	15,3	1,7	17,6	18,5	-0,9	2,2	-3,1	-3,1

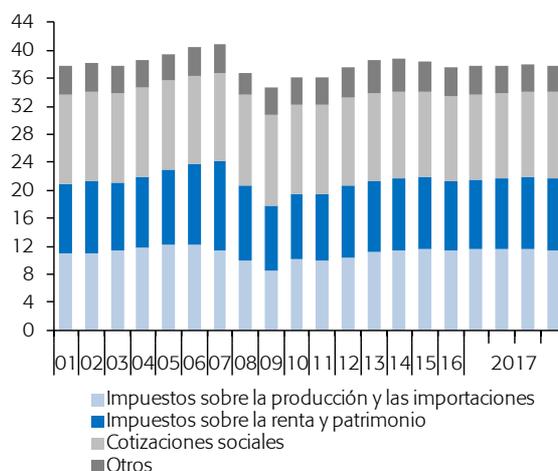
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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

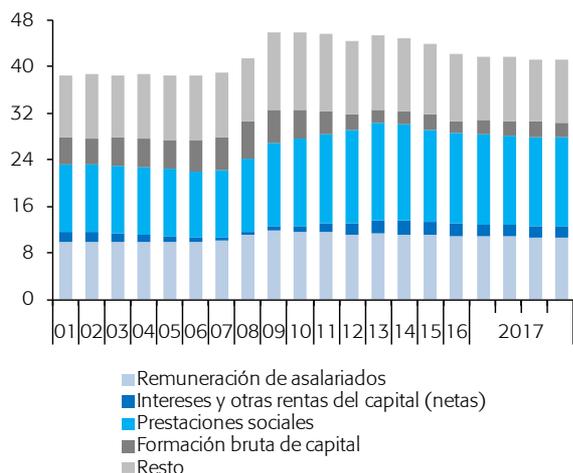


(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

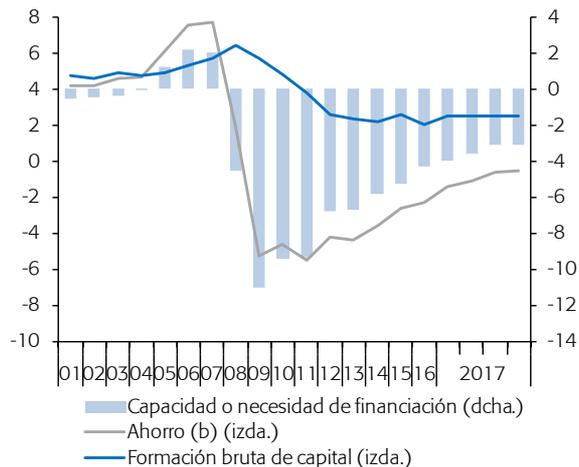
**Gráfico 6.2.- Sector público: principales ingresos**  
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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



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



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

## Cuadro 7

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

Previsiones en azul

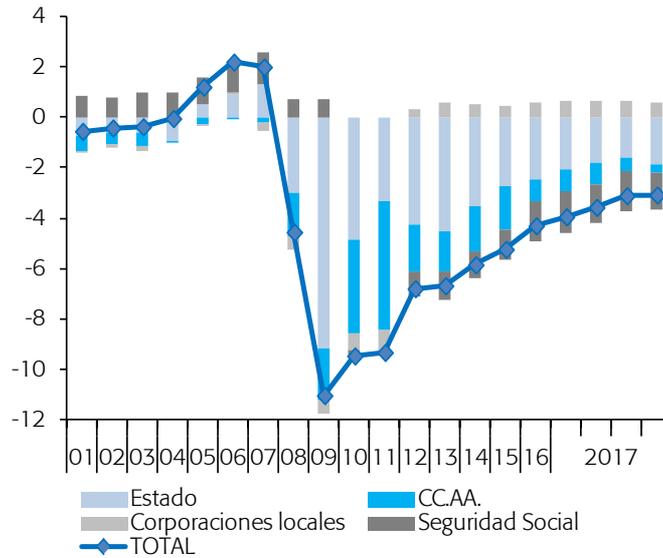
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda					
	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado	
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>					
2012	-44,3	-19,4	3,3	-10,2	-70,6	761,9	189,2	44,0	17,2	891,5	
2013	-46,4	-16,2	5,7	-11,5	-68,4	850,2	210,5	42,1	17,2	979,0	
2014	-36,8	-18,5	5,5	-10,8	-60,6	902,5	237,9	38,3	17,2	1.041,6	
2015	-29,3	-18,7	4,6	-13,0	-56,5	940,4	263,3	35,2	17,2	1.073,9	
2016	-27,8	-9,3	6,8	-17,8	-48,0	969,6	277,0	32,2	17,2	1.107,2	
2017	-21,7	-3,7	6,8	-17,2	-35,8	1.010,8	288,1	29,0	27,4	1.144,3	
2018	-13,2	-1,2	6,1	-18,2	-26,5	--	--	--	--	1.171,1	
2019	-10,9	-0,4	5,0	-16,4	-22,6	--	--	--	--	1.192,7	
2016	I	-29,7	-17,9	4,2	-14,0	-57,4	962,1	266,0	35,1	17,2	1.096,9
	II	-28,3	-16,9	4,5	-15,4	-56,1	964,7	273,5	35,1	17,2	1.107,1
	III	-33,1	-9,1	6,9	-16,6	-51,8	968,8	272,7	34,7	17,2	1.108,4
	IV	-27,8	-9,3	6,8	-17,8	-48,0	969,6	277,0	32,2	17,2	1.107,2
2017	I	-23,1	-10,4	7,1	-18,1	-44,5	986,6	279,4	31,7	17,2	1.126,3
	II	-20,4	-10,3	7,2	-17,2	-40,6	994,9	285,9	32,4	17,2	1.135,1
	III	-18,3	-6,5	7,3	-18,2	-35,7	998,8	284,4	30,5	23,2	1.133,4
	IV	-21,7	-3,7	6,8	-17,2	-35,8	1.010,8	288,1	29,0	27,4	1.144,3
		<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>Porcentaje del PIB</b>				
2011	-3,3	-5,1	-0,8	-0,1	-9,3	58,3	13,6	3,4	1,6	69,5	
2012	-4,3	-1,9	0,3	-1,0	-6,8	73,3	18,2	4,2	1,7	85,7	
2013	-4,5	-1,6	0,6	-1,1	-6,7	82,9	20,5	4,1	1,7	95,5	
2014	-3,5	-1,8	0,5	-1,0	-5,8	87,0	22,9	3,7	1,7	100,4	
2015	-2,7	-1,7	0,4	-1,2	-5,2	87,1	24,4	3,3	1,6	99,4	
2016	-2,5	-0,8	0,6	-1,6	-4,3	86,7	24,8	2,9	1,5	99,0	
2017	-1,9	-0,3	0,6	-1,5	-3,1	86,9	24,8	2,5	2,4	98,3	
2018	-1,1	-0,1	0,5	-1,5	-2,2	--	--	--	--	96,6	
2019	-0,9	0,0	0,4	-1,3	-1,8	--	--	--	--	94,8	
2016	I	-2,7	-1,6	0,4	-1,3	-5,3	88,4	24,4	3,2	1,6	100,8
	II	-2,6	-1,5	0,4	-1,4	-5,1	87,7	24,9	3,2	1,6	100,7
	III	-3,0	-0,8	0,6	-1,5	-4,7	87,3	24,6	3,1	1,5	99,9
	IV	-2,5	-0,8	0,6	-1,6	-4,3	86,7	24,8	2,9	1,5	99,0
2017	I	-2,0	-0,9	0,6	-1,6	-3,9	87,3	24,7	2,8	1,5	99,7
	II	-1,8	-0,9	0,6	-1,5	-3,6	87,2	25,1	2,8	1,5	99,5
	III	-1,6	-0,6	0,6	-1,6	-3,1	86,8	24,7	2,7	2,0	98,5
	IV	-1,9	-0,3	0,6	-1,5	-3,1	86,9	24,8	2,5	2,4	98,3

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

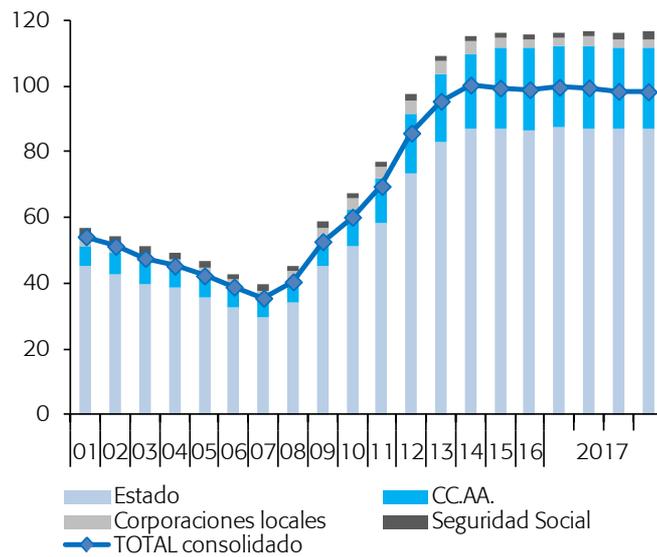
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

**Gráfico 7.1.- Déficit público**

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

**Gráfico 7.2.- Deuda pública**

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

## Mercado de trabajo

Previsiones en azul

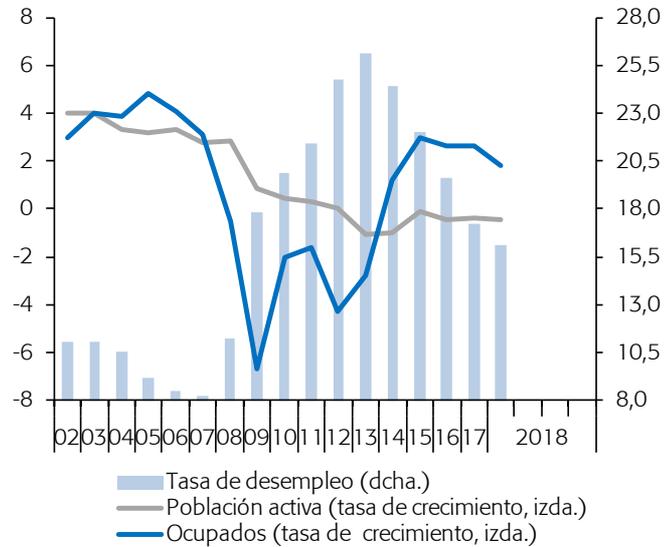
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
		<b>Millones</b>							<b>Porcentaje</b>					
2011	31,1	23,4	--	18,4	--	5,0	--	74,9	58,8	21,4	46,2	19,5	32,6	
2012	30,9	23,4	--	17,6	--	5,8	--	75,3	56,5	24,8	52,9	23,0	35,9	
2013	30,6	23,2	--	17,1	--	6,1	--	75,3	55,6	26,1	55,5	24,4	37,0	
2014	30,3	23,0	--	17,3	--	5,6	--	75,3	56,8	24,4	53,2	23,0	34,5	
2015	30,2	22,9	--	17,9	--	5,1	--	75,5	58,7	22,1	48,3	20,9	30,5	
2016	30,1	22,8	--	18,3	--	4,5	--	75,4	60,5	19,6	44,4	18,7	26,6	
2017	30,1	22,7	--	18,8	--	3,9	--	75,1	62,1	17,2	38,7	16,3	23,8	
2018	30,1	22,7	--	19,3	--	3,4	--	74,9	63,6	15,1	--	--	--	
2019	30,1	22,7	--	19,7	--	3,0	--	74,7	64,8	13,2	--	--	--	
2016	II	30,1	22,9	22,8	18,3	18,3	4,6	4,6	75,5	60,2	20,0	45,7	19,0	27,5
	III	30,1	22,8	22,8	18,5	18,4	4,3	4,4	75,5	60,7	19,4	43,4	18,5	25,6
	IV	30,0	22,7	22,7	18,5	18,5	4,2	4,2	75,1	61,0	18,6	42,7	17,8	24,8
2017	I	30,0	22,7	22,7	18,4	18,6	4,3	4,1	75,0	61,5	18,1	40,8	17,3	24,1
	II	30,0	22,7	22,7	18,8	18,8	3,9	3,9	75,1	61,9	17,3	38,8	16,4	23,8
	III	30,0	22,8	22,7	19,0	18,9	3,7	3,8	75,2	62,3	16,8	37,2	15,9	23,5
	IV	30,1	22,8	22,8	19,0	19,0	3,8	3,8	75,1	62,7	16,5	37,2	15,5	23,8
2018	I	30,1	22,7	22,7	18,9	19,1	3,8	3,7	74,7	62,8	16,1	35,7	15,1	22,9
		<b>Tasas de crecimiento (d)</b>							<b>Diferencia sobre el año anterior en pp</b>					
2011		-0,2	0,3	--	-1,6	--	8,0	--	0,4	-0,9	1,5	4,7	1,4	2,7
2012		-0,5	0,0	--	-4,3	--	15,9	--	0,4	-2,3	3,4	6,7	3,5	3,3
2013		-1,1	-1,1	--	-2,8	--	4,1	--	0,0	-0,9	1,3	2,6	1,5	1,1
2014		-0,9	-1,0	--	1,2	--	-7,3	--	0,0	1,2	-1,7	-2,3	-1,4	-2,5
2015		-0,5	-0,1	--	3,0	--	-9,9	--	0,2	1,9	-2,4	-4,9	-2,1	-4,0
2016		-0,4	-0,4	--	2,7	--	-11,4	--	-0,1	1,8	-2,4	-3,9	-2,2	-3,8
2017		0,0	-0,4	--	2,6	--	-12,6	--	-0,3	1,6	-2,4	-5,8	-2,4	-2,8
2018		0,1	-0,2	--	2,4	--	-12,6	--	-0,2	1,5	-2,1	--	--	--
2019		0,2	-0,1	--	2,1	--	-12,8	--	-0,2	1,2	-1,9	--	--	--
2016	II	-0,4	-0,6	-0,5	2,4	1,2	-11,2	-6,6	-0,2	1,6	-2,4	-2,9	-2,2	-3,6
	III	-0,3	-0,2	-0,4	2,7	2,9	-10,9	-13,0	0,1	1,7	-2,3	-4,5	-2,0	-4,2
	IV	-0,3	-0,6	-1,3	2,3	2,2	-11,3	-15,2	-0,2	1,6	-2,3	-3,5	-2,1	-3,8
2017	I	-0,2	-0,6	0,1	2,3	2,9	-11,2	-11,2	-0,3	1,4	-2,3	-4,7	-2,0	-4,1
	II	-0,1	-0,6	-0,9	2,8	3,2	-14,4	-17,8	-0,5	1,7	-2,8	-7,0	-2,6	-3,7
	III	0,0	-0,3	0,7	2,8	2,7	-13,6	-8,6	-0,3	1,6	-2,5	-6,1	-2,6	-2,1
	IV	0,1	0,1	0,4	2,6	1,9	-11,1	-6,5	-0,1	1,7	-2,1	-5,4	-2,3	-1,1
2018	I	0,2	-0,1	-0,4	2,4	1,8	-10,8	-11,4	-0,3	1,3	-2,0	-5,1	-2,2	-1,1

(a) Población activa entre 16 y 64 años sobre población entre 16 y 64 años. (b) Ocupados entre 16 y 64 años sobre población entre 16 y 64 años. (c) Desempleados en cada grupo sobre población activa en cada grupo. (d) Tasas de crecimiento interanual para datos originales; tasas de crecimiento intertrimestral anualizadas para datos CVE.

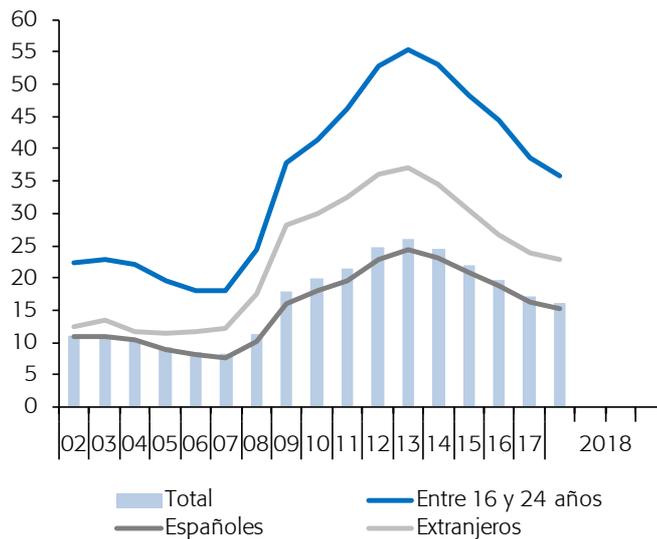
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

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

**Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo, CVE**

Porcentaje



Cuadro 9

## Índice de precios al consumo

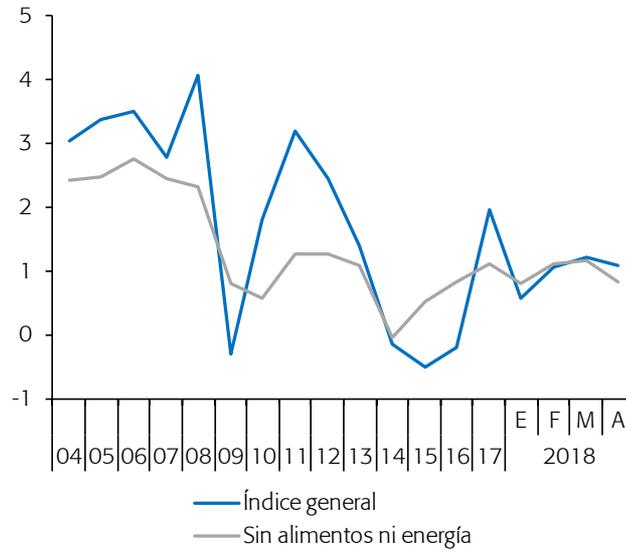
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% del total en 2018	100,00	66,15	81,20	24,82	41,33	15,06	7,34	11,46	22,40	
<b>Índices, 2016 = 100</b>										
2012	99,5	97,6	97,1	99,0	96,8	94,9	93,9	121,2	94,6	
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	102,4	102,3	100,5	103,4	101,8	105,2	113,0	102,9	
2019	105,2	103,7	103,5	100,8	105,3	102,7	107,5	116,2	104,2	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
2012	2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,8	
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	1,3	1,2	0,3	1,8	1,1	2,5	4,5	1,6	
2019	1,4	1,2	1,2	0,3	1,8	0,9	2,2	2,9	1,3	
2018	Ene	0,6	0,8	0,8	-0,2	1,3	1,1	1,6	-1,7	1,3
	Feb	1,1	1,1	1,1	0,0	1,7	1,4	0,3	1,4	1,0
	Mar	1,2	1,1	1,2	-0,1	1,9	1,3	1,6	1,3	1,4
	Abr	1,1	0,7	0,8	0,0	1,1	1,4	2,0	2,3	1,6
	May	1,7	1,1	1,1	0,0	1,8	1,2	2,1	5,4	1,5
	Jun	2,0	1,2	1,1	0,1	1,8	1,0	3,1	7,8	1,7
	Jul	2,3	1,3	1,3	0,4	1,9	0,9	3,9	8,8	1,9
	Ago	2,3	1,4	1,3	0,5	2,0	0,8	5,3	7,9	2,3
	Sep	2,3	1,5	1,4	0,6	2,1	1,1	4,3	7,2	2,1
	Oct	2,0	1,6	1,5	0,8	2,1	1,2	1,1	6,0	1,1
	Nov	1,9	1,6	1,5	0,8	2,1	1,1	2,0	4,3	1,4
	Dic	2,0	1,7	1,6	1,0	2,1	1,1	3,0	4,5	1,7
2019	Ene	1,9	1,7	1,6	0,9	2,2	1,0	3,0	3,8	1,7
	Feb	1,8	1,5	1,4	0,8	1,9	1,0	2,5	4,0	1,5
	Mar	2,1	1,6	1,5	0,8	2,1	1,0	2,2	6,4	1,4
	Abr	1,8	1,5	1,4	0,8	1,9	0,8	2,3	4,8	1,3
	May	1,6	1,4	1,3	0,7	1,9	0,8	2,2	2,9	1,3
	Jun	1,4	1,3	1,2	0,5	1,8	0,8	2,1	2,4	1,3
	Jul	1,3	1,2	1,1	0,3	1,7	0,8	2,1	2,2	1,2
	Ago	1,2	1,0	1,0	0,1	1,6	0,8	2,1	2,0	1,2
	Sep	1,1	1,0	0,9	-0,1	1,6	0,8	2,0	1,9	1,2
	Oct	1,1	0,9	0,9	-0,2	1,6	0,8	2,0	1,7	1,2
	Nov	1,0	0,9	0,9	-0,3	1,6	0,8	2,0	1,3	1,2
	Dic	0,9	0,8	0,8	-0,5	1,6	0,8	1,9	1,4	1,2

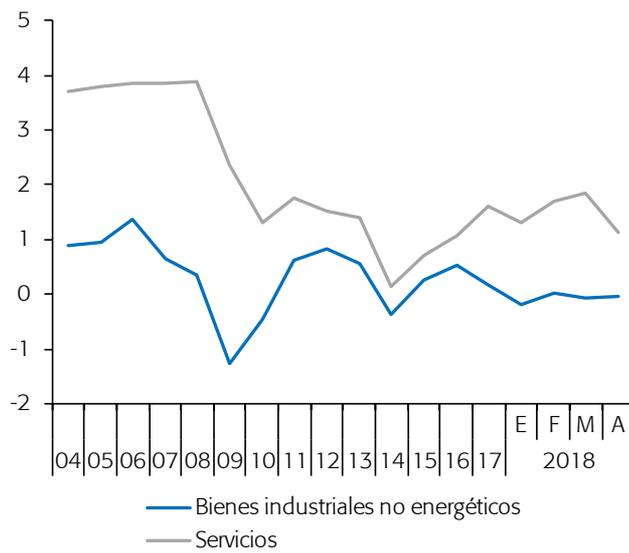
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

## Otros indicadores de precios y costes

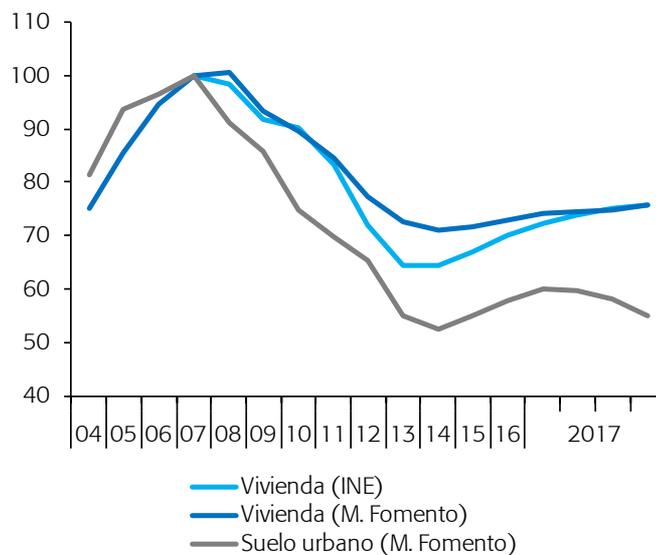
	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2010=100	2015=100		2007=100			2000=100				
2011	100,0	99,1	98,1	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,8	--
2012	100,1	102,9	99,8	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	--
2013	100,5	103,5	100,5	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	100,3	102,1	99,7	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,5	--
2015	100,9	100,0	100,0	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016	101,2	96,9	99,6	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,4	156,2	--
2017	102,1	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,3	--
2018 (b)	--	102,2	102,9	--	--	--	--	--	--	--	--
2016 II	101,0	95,8	99,4	69,9	73,3	58,7	146,2	145,5	148,4	154,5	--
III	101,2	97,3	99,9	70,5	72,9	54,2	138,2	135,1	147,7	159,4	--
IV	101,7	99,5	100,1	70,8	73,5	61,6	149,8	150,6	147,3	163,7	--
2017 I	101,5	101,4	101,4	72,4	74,2	60,1	140,2	137,0	150,1	147,1	--
II	101,9	100,4	101,9	73,8	74,4	59,7	146,1	145,5	148,2	154,4	--
III	102,2	100,5	102,0	75,2	74,9	58,2	138,7	135,5	148,7	158,9	--
IV	102,9	102,1	102,2	75,8	75,8	54,9	150,9	151,3	149,6	164,9	--
2018 I (b)	--	102,2	102,9	--	--	--	--	--	--	--	--
2018 Feb	--	102,5	102,9	--	--	--	--	--	--	--	--
Mar	--	101,6	103,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Abr	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Tasas de crecimiento interanuales (c)</b>											
2011	0,0	6,9	4,2	-7,4	-5,6	-6,7	1,2	1,0	1,6	2,2	2,0
2012	0,1	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,0
2013	0,4	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,4	0,5
2014	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,1	0,5
2015	0,6	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,7	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	1,1
2017	1,0	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,1	1,4
2018 (d)	--	0,9	1,4	--	--	--	--	--	--	--	1,6
2016 II	0,3	-5,4	-0,9	3,9	1,8	6,6	-0,2	0,0	-1,0	0,1	1,1
III	0,3	-3,3	-0,5	4,0	0,8	-3,5	-0,5	-0,3	-0,9	-0,4	1,1
IV	0,5	1,2	0,6	4,5	0,4	13,0	-0,8	-0,7	-0,8	-0,5	1,1
2017 I	0,7	6,9	2,4	5,3	2,3	6,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	1,3
II	0,9	4,8	2,5	5,6	2,0	1,8	0,0	0,0	-0,2	-0,1	1,3
III	1,0	3,3	2,1	6,6	1,8	7,4	0,4	0,3	0,7	-0,3	1,4
IV	1,2	2,6	2,1	7,2	0,9	-10,9	0,7	0,5	1,5	0,7	1,4
2018 I (e)	--	0,9	1,4	--	--	--	--	--	--	--	1,5
2018 Feb	--	1,2	1,4	--	--	--	--	--	--	--	1,5
Mar	--	1,3	1,2	--	--	--	--	--	--	--	1,5
Abr	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,6

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

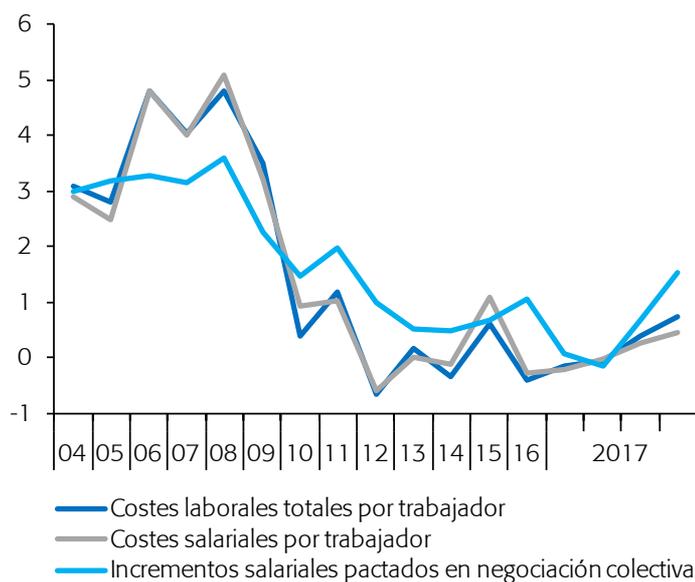
Fuentes: Ministerio de Fomento, Ministerio de Trabajo e INE.

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

Índice (2007=100)

**Gráfico 10.2.- Costes laborales**

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

**Desequilibrios: comparación internacional**

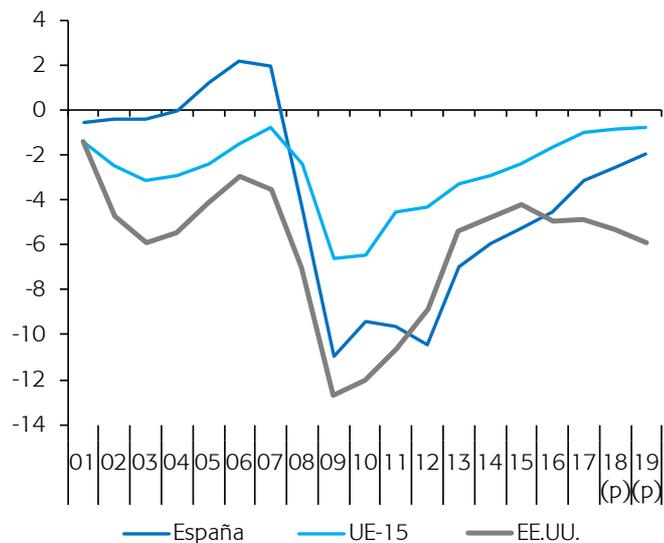
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las A.A.P.P.			Deuda pública bruta consolidada			Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
<b>Miles de millones de moneda nacional</b>									
2006	22,2	-171,7	-411,6	392,1	7.066,0	8.891,9	-90,7	3,4	-584,9
2007	20,8	-96,2	-513,6	384,7	7.141,7	9.365,1	-104,1	-10,6	-735,6
2008	-49,3	-291,6	-1.033,3	440,6	7.594,7	10.839,0	-102,9	-104,9	-791,0
2009	-118,2	-750,9	-1.827,4	569,5	8.624,1	12.541,3	-46,5	-5,6	-457,2
2010	-101,4	-759,0	-1.797,7	650,1	9.661,3	14.318,8	-42,0	17,0	-495,1
2011	-103,2	-551,3	-1.646,6	744,3	10.332,1	15.511,2	-35,3	57,3	-443,2
2012	-108,8	-536,6	-1.430,7	891,5	10.938,1	16.705,3	-4,6	134,1	-264,9
2013	-71,7	-411,6	-894,0	979,0	11.304,6	17.594,8	15,0	161,6	-248,2
2014	-61,9	-375,0	-832,5	1.041,6	11.822,4	18.308,2	10,3	184,7	-154,1
2015	-57,0	-323,6	-765,2	1.073,9	12.148,3	19.062,7	11,0	246,2	-194,7
2016	-50,4	-223,5	-920,0	1.107,2	12.027,7	19.947,7	21,1	253,7	-313,7
2017	-36,2	-134,8	-943,2	1.144,3	12.095,6	20.902,3	20,4	333,8	-450,0
2018	-31,0	-120,5	-1.088,1	1.183,8	12.264,8	21.990,4	18,0	348,8	-
2019	-24,3	-113,2	-1.253,7	1.209,4	12.386,2	23.344,1	20,0	371,9	-
<b>Porcentaje del PIB</b>									
2006	2,2	-1,5	-3,0	38,9	61,7	64,2	-9,0	0,0	-4,2
2007	1,9	-0,8	-3,5	35,6	59,2	64,7	-9,6	-0,1	-5,1
2008	-4,4	-2,4	-7,0	39,5	63,3	73,6	-9,2	-0,9	-5,4
2009	-11,0	-6,6	-12,7	52,8	75,9	87,0	-4,3	0,0	-3,2
2010	-9,4	-6,4	-12,0	60,1	81,8	95,7	-3,9	0,1	-3,3
2011	-9,6	-4,5	-10,6	69,5	85,1	100,0	-3,3	0,5	-2,9
2012	-10,5	-4,3	-8,9	85,7	88,3	103,4	-0,4	1,1	-1,6
2013	-7,0	-3,3	-5,4	95,5	90,6	105,4	1,5	1,3	-1,5
2014	-6,0	-2,9	-4,8	100,4	91,5	105,1	1,0	1,4	-0,9
2015	-5,3	-2,4	-4,2	99,4	89,2	105,2	1,0	1,8	-1,1
2016	-4,5	-1,6	-4,9	99,0	87,8	107,1	1,9	1,9	-1,7
2017	-3,1	-1,0	-4,9	98,3	86,3	107,8	1,8	2,4	-2,3
2018	-2,6	-0,8	-5,3	97,6	84,5	108,1	1,5	2,4	-
2019	-1,9	-0,8	-5,9	95,9	82,4	109,4	1,6	2,5	-

Fuente: Comisión Europea, *Previsiones primavera 2018*.

**Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.**

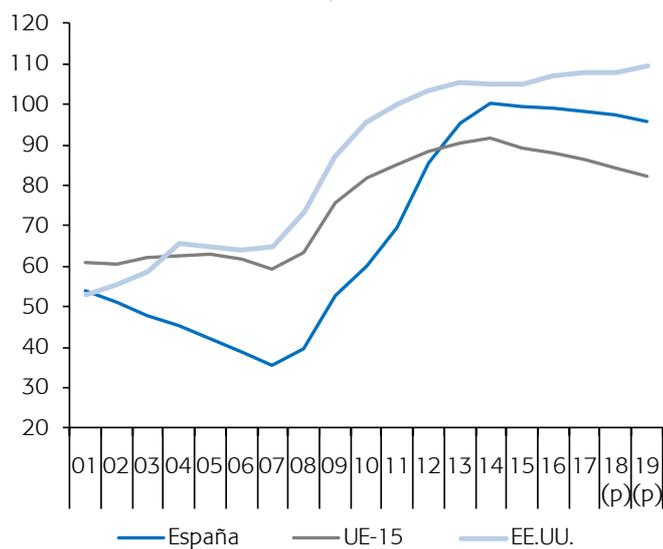
Porcentaje del PIB



(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	37,60	
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	726.009	28,43	
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	464.443	35,57	
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	370.515	36,36	
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	399.947	37,98	
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	455.679	36,43	
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,4	85,9	52,9	28,4	13,2	534.574	33,41	
2017	46.572.132	42,9	18,8			53,2	28,8	13,3			
2018*	46.698.569	43,1	19,1			53,6	29,3	13,6			

Fuentes: PMC PMC PMC ID INE ID INE PMC PMC PMC EVR EVR

ID INE: Indicadores Demográficos INE. PMC: Padrón Municipal Continuo. 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 %.

\* Datos provisionales.

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		
2018♦	18.546	2,52		

Fuentes: EPA 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						2,94

Fuentes: ID INE ID INE ID INE ID INE ID INE MNP

Cuadro 2 (continuación)

## Hogares y familias

	Fecundidad					Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad (españolas)	Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras)	Nacimientos de madre no casada (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	
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	1,70	45,8	10,4	65,8
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

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

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

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 1.000 habitantes.

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

♦ Datos correspondientes al primer trimestre.

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●	21,0	6,6	28,7	41,2
Fuentes:	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1 <sup>er</sup> y 2 <sup>o</sup> ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de €)	Gasto público (% PIB)
2006	1.557.257	630.349	445.455	1.405.894	16.636	42.512.586	4,31
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	4,46
2014	1.840.008	690.738	652.846	1.364.023	142.156	44.846.415	4,31
2015	1.808.322	695.557	641.741	1.321.698	171.043	46.597.784	4,31
2016*	1.778.620	687.692	651.722	1.307.461	184.745	47.578.997	4,25
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD

EPA: Encuesta de Población Activa. MECD: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

\* Datos provisionales.

● Datos correspondientes al primer trimestre.

Cuadro 4

## Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2006	720.384	4.809.298	723	859.780	732	2.196.934	477
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1.000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	929	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	763.466●	5.892.483♦	1.078♦	949.614♦	940♦	2.358.074♦	652♦
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●	900.047	256.727	197.832	17.399
Fuentes:	BEL	IMSERSO	IMSERSO	BEL

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

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

● Los datos se refieren al periodo enero-marzo.

♦ Los datos se refieren al periodo enero-abril.

Cuadro 5

## Protección social: sanidad

	Gasto			
	Total (% PIB)	Público (% PIB)	Total (€ por habitante)	Público (€ por habitante)
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
Fuentes:	OCDE	OCDE	OCDE	OCDE

Cuadro 5 (continuación)

## Protección social: sanidad

	Personal y recursos				
	Médicos atención especializada (por 1.000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Enfermeras/os atención especializada (por 1.000 hab.)	Enfermeras/os atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Puestos en hospitales de día (por 1.000 hab.)
2006	1,6	0,7	2,8	0,6	0,2
2008	1,8	0,8	3,0	0,6	0,2
2010	1,8	0,8	3,2	0,6	0,4
2012	1,8	0,8	3,1	0,6	0,4
2014	1,8	0,8	3,1	0,7	0,4
2015	1,9	0,8	3,2	0,6	0,4
2016		0,8		0,6	
Fuentes:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

	Satisfacción*		Pacientes en espera	
	Con el funcionamiento del sistema sanitario público	Con el conocimiento del historial y el seguimiento de sus problemas de salud por médico de familia y pediatra	Para intervenciones quirúrgicas no urgentes (por 1.000 hab.)	Para consultas especializadas (por 1.000 hab.)
2006	5,6	7,0	9,4	35,4
2008	6,4	7,0	9,2	37,5
2010	6,6	7,3	9,8	33,0
2012	6,6	7,5	11,8	35,9
2014	6,3	7,5	11,4	39,4
2015	6,4	7,5	12,2	43,4
2016	6,6	7,5	12,7	40,9
Fuentes:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

\* Media de la satisfacción de la población medida en una escala de 1 a 10, en la que 1 significa "totalmente insatisfactorio" y 10 "totalmente satisfactorio".

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores Clave del Sistema Nacional de Salud.

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

Gráfico 1

### Evolución del ICC (abril 2012-abril 2018)



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

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

### 3. FLASH SOCIAL. La preocupación por las pensiones aumenta especialmente entre los mayores

Desde que en 1995 se aprobara el Pacto de Toledo en el Congreso, hasta principios de 2018, la población española que ha considerado las pensiones como uno de los tres principales problemas de España se ha situado consistentemente por debajo del 5%. Tal como permiten concluir las series de datos del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), durante este largo periodo de más de 20 años las pensiones no han sido percibidas con inquietud por la gran mayoría de la población, a pesar de las recurrentes noticias sobre las dificultades de sostenibilidad financiera del sistema de pensiones contributivas de la Seguridad Social.

Sin embargo, la situación ha cambiado recientemente. Así, en el último año (abril 2017-abril 2018) casi se ha triplicado el porcentaje de residentes en España, mayores de 18 años, que mencionan las pensiones como uno de los tres principales problemas del país, pasando del 5 al 14%. Actualmente, y a diferencia de lo que ha sido habitual en las últimas décadas, las pensiones preocupan a más españoles que la sanidad o la educación, cuestiones que tradicionalmente, y sobre todo desde 2010, se venían considerando significativamente más problemáticas (gráfico 2).

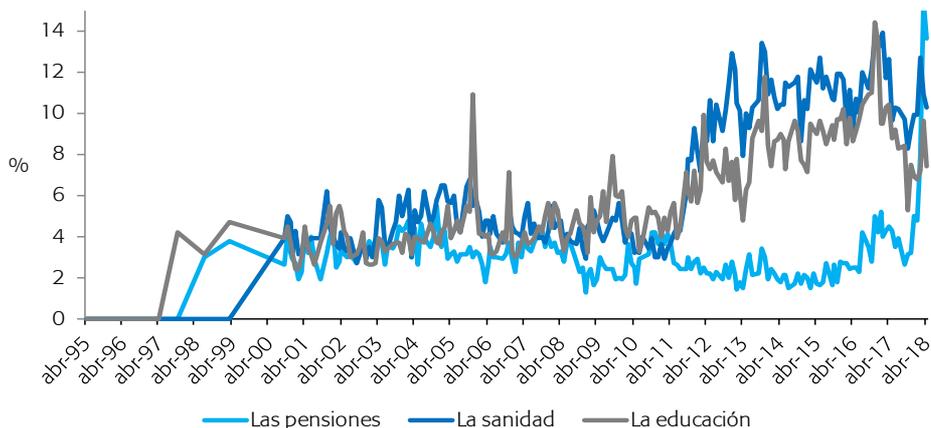
Centrando la atención en los datos más recientes (abril 2018), se aprecian diferencias sustanciales en la percepción social del problema de las pensiones entre grupos de edad. Mientras menos del 8% de los entrevistados menores de 55 años consideran las pensiones como uno de los tres principales problemas de España, el porcentaje correspondiente se aproxima al 15% entre quienes cuentan entre 55 y 64 años, y alcanza el 28% entre los entrevistados de 65 o más años (gráfico 3). En este último grupo, las pensiones aparecen solo por detrás del paro en la relación de principales problemas de España; y cuando a esos mismos entrevistados mayores se les pregunta por el problema que personalmente les afecta más, las pensiones encabezan su lista (gráfico 4).

### 3. FLASH SOCIAL. La preocupación por las pensiones aumenta especialmente entre los mayores (continuación)

Parece lógico pensar que esta activación de las pensiones en la opinión pública española está relacionada con la reciente movilización de los pensionistas a propósito de la revalorización de las prestaciones, ampliamente reflejada en los medios de comunicación. En qué medida la consideración de las pensiones como problema social se mantendrá cuando se debilite el impacto mediático de estas manifestaciones de los pensionistas, es una cuestión sobre la que futuros barómetros de opinión podrán ofrecer información.

Gráfico 2

#### Percepción social de las pensiones como uno de los tres principales problemas actuales de España (abril 1995-abril 2018)

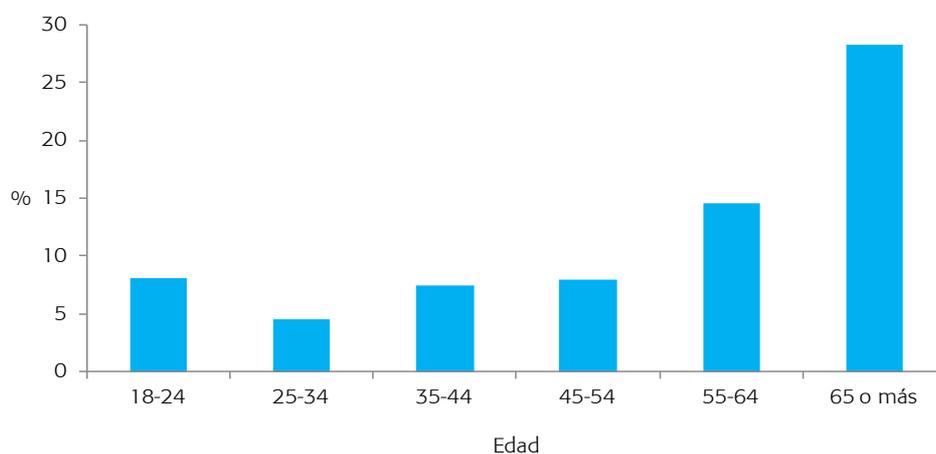


Preguntas: "¿Cuál es a su juicio el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" (Se han sumado las respuestas a las tres preguntas).

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

Gráfico 3

### Percepción social de las pensiones como uno de los tres principales problemas actuales de España, por grupos de edad (abril 2018)

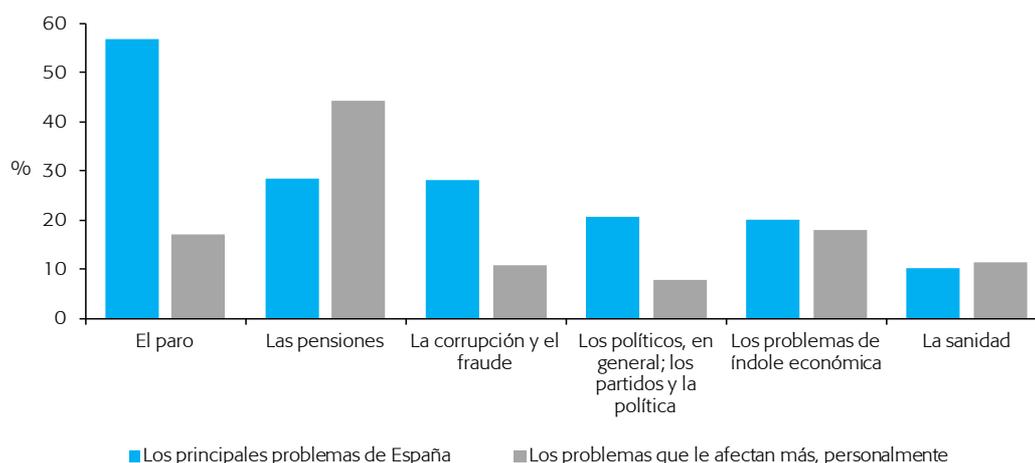


Pregunta: "¿Cuál es a su juicio el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" (Se han sumado las respuestas a las tres preguntas).

Fuente: Estudio 3210 (abril de 2018), Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

Gráfico 4

### Percepción de los principales problemas de España y de los problemas que más afectan personalmente (entrevistados de 65 o más años, abril 2018)



Preguntas: "¿Cuál es a su juicio el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" "¿Cuál es el problema que a Usted, personalmente, le afecta más? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" (Se han sumado las respuestas a las tres preguntas).

Fuente: Estudio 3210 (abril de 2018), Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)).



## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de mayo de 2018

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,6	Febrero 2018
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,2	Febrero 2018
Dudosos (% var. mensual medio)	-2,0	Febrero 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	760.140	Marzo 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	169.678	Marzo 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	2	Marzo 2018
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	54,03	Diciembre 2017
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	6.532,25	Diciembre 2017
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	47.309,12	Diciembre 2017
Ratio "oficinas/entidades"	122,22	Diciembre 2017

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 abril	2018 15 mayo	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,1	5,0	4,7	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,0	-0,26	-0,329	-0,328	-0,326	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,3	-0,03	-0,186	-0,189	-0,190	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,2	1,4	1,5	1,3	1,4	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	4,0	2,3	1,4	-	-	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 de forma dispar en la primera quincena de mayo. El euríbor a 3 meses ha aumentado hasta el -0,326% de marzo y el euríbor a 12 meses se ha reducido hasta el -0,190% de marzo. El BCE ha insistido en la necesidad de mantener la política monetaria expansiva, al tiempo que ha advertido de una posible desaceleración de la economía de la eurozona. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años se eleva al 1,4%.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 febrero	2018 marzo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	44,4	102,6	54,60	52,00	41,36	(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	76,1	55,1	27,60	37,63	37,91	(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	1,2	0,4	3,46	2,31	3,62	(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	4,4	1,9	4,76	2,65	5,43	(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	1,7	0,0	-0,7	-0,5	-0,6	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	726,2	1.104,9	1.127,71	1.130,84	1.166,88	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	0,2	-1,3	-4,7	-1,7	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	3,9	0,7	2,2	6,3	6,5	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	1.018,0	943,6	1.055,4	982,6	1.033,5 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.880,1	8.790,9	10.451,5	9.684,2	10.207,6 (a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	16,2	23,6	15,8	14,2	14,6(a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 febrero	2018 marzo	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	5,3	55,9	-	-	-	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	1,6	0,1	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,2	0,0	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,4	-0,4	0,6	0,6	18,9	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	10,6	5,8	5,8	-26,8	-24,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de mayo de 2018.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se ha producido un descenso de la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro hasta el 41%, mientras que la contratación de obligaciones del Estado aumenta hasta el 37,9%. El IBEX-35 ha aumentado en la primera quincena de mayo hasta los 10.207 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid hasta los 1.033 puntos. Las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 18,9% y las opciones financieras sobre este mismo índice se redujeron un 24,4%.

**C. Ahorro y endeudamiento financiero**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2013	2014	2015	2016	2017	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-2,8	1,6	2,2	2,1	2,0	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	2,5	3,4	3,6	2,6	0,5	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	288,1	320,0	302,3	297,0	287,4	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 2008-2013	2014	2015	2016	2017	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	81,4	72,4	67,5	64,4	61,3	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	0,6	2,1	1,7	0,6	3,8	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	-1,8	-4,0	-2,9	1,1	-0,1	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En 2017, el ahorro financiero en el conjunto de la economía se redujo hasta el 2% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero disminuyó hasta el 0,5% del PIB desde el 2,6% de 2016. Se observa también una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se situó en el 61,3% del PIB.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 enero	2018 febrero	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	7,3	-4,1	-0,4	-1,3	-0,6	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	7,8	-0,1	2,4	-2,1	0,2	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	9,5	-11,6	-3,7	0,8	2,3	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	10,7	-1,0	0,7	-4,8	-10,1	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,2	-4,5	-1,7	-1,8	-1,9	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 2001-2015	2016	2017	2018 enero	2018 febrero	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	0,2	-3,6	-3,8	-0,5	-2,0	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	-1,8	-22,2	-3,5	-18,5	9,1	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	9,0	-0,3	-1,2	-1,1	-0,8	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En diciembre de 2017 se observó una disminución del crédito al sector privado del 0,4% y un aumento de los depósitos del 2,4%. Los valores de renta fija redujeron su peso en balance un 3,7% y las acciones y participaciones aumentaron un 0,7%. Asimismo, se produjo una disminución de los préstamos dudosos del 3,8% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016	2017 diciembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	199	138	135	124	123	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	73	86	82	82	83	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	246.418	203.305	203.305	202.954	189.280(a)	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	40.703	31.817	30.921	28.807	27.810(b)	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	-	406.285	460.858	527.317	760.140(b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total Eurozona
41. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	-	111.338	122.706	138.455	169.678(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 2000-2013	2014	2015	2016	2017 diciembre	Definición y cálculo
42. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	22.794	21.115	10.515	1.408	2(b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Junio de 2017.

(b): Último dato a marzo de 2018.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En marzo de 2018, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 169.678 millones de euros.

PROMEMORIA: Desde enero de 2015, el Banco Central Europeo viene informando, asimismo, del importe de los distintos programas de compra de activos. En febrero de 2018, el importe de estos programas en España era 314.959 millones de euros y 2,46 billones de euros en el conjunto de la eurozona.

**F. Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016	2017	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	50,89	47,27	50,98	54,18	54,03	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de esta ratio se obtienen directamente a partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito
44. Ratio "depósitos clientes/empleados" (miles de euros)	BE	3.519,51	5.892,09	5.595,62	5.600,48	6.532,25	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	21.338,27	40.119,97	36.791,09	39.457,04	47.309,12	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	205,80	142,85	229,04	139,84	122,22	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,8	6,57	7,05	6,97	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	0,07	0,01	-0,62	0,84	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,45	0,49	0,39	0,26	0,44	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	6,27	6,46	5,04	3,12	3,66	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Durante 2017 se constató un ligero aumento de la rentabilidad en el sector bancario español. La eficiencia y productividad siguen mejorando, como viene sucediendo desde que se implementó el proceso de reestructuración y saneamiento.

## PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

### Últimos números publicados:

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 155. El negocio bancario tras las expansiones cuantitativas

#### PANORAMA SOCIAL

N.º 26. La inclusión de las personas con discapacidad en España

#### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 263. Economía española: escenarios 2018-2020

#### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 7, N.º 2 (2018). Spain's financial sector: Current trends and future challenges

#### PAPELES DE ENERGÍA

N.º 4. Diciembre (2017)

#### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 87. La voz de la sociedad ante la crisis

#### LIBROS

Manual de regulación bancaria en España

## PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2018

Publicación	Suscripción*			Números sueltos**	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital €	Edición papel €	Edición digital €
Papeles de Economía Española	4 números	50	Gratuita	15	--
Cuadernos de Información Económica	6 números	40	Gratuita	10	--
Panorama Social	2 números	20	Gratuita	13	--
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	30	Gratuita		
Focus	6 números	--	Gratuita		
Papeles de Energía	2 números	20	Gratuita	13	--
Estudios (números sueltos)	--	--	Gratuita	12	--
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)

