

El largo camino de la recuperación

Recuperación con
incertidumbres

España y el Plan Europeo
de Recuperación

La crisis del turismo

Factores de riesgo
en la automoción

La industria española
ante el COVID-19

Cambios en la financiación
y los pagos

Valoración bursátil
de la banca

Cómo valorar
los criptoactivos

INDICADORES
ECONÓMICOS, SOCIALES
Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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

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

Diseño
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

ISSN: 2254-3422

© Funcas

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

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Manuel Menéndez Menéndez

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

Gregorio Villalabeitia Galarraga

Cuadernos de Información Económica

277

julio/agosto 2020

CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	Se inicia la recuperación, pero persisten las incertidumbres <i>Raymond Torres y María Jesús Fernández</i>
	9	España y el Plan Europeo de Recuperación <i>Eduardo Bandrés, Lola Gadea, Vicente Salas y Yolanda Sauras</i>
	25	El golpe al turismo y la recuperación de la economía española <i>Gonzalo García Andrés y Andreu García Baquero</i>
	33	Dificultades en el sector de automoción español: incertidumbre sobre el modelo de movilidad y colapso de las exportaciones por la pandemia <i>María José Moral</i>
	41	La industria española ante el COVID-19 <i>Rafael Myro</i>
	55	Cambios en la financiación y los pagos ante el COVID-19 <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	63	Valoración bursátil de la banca en el marco del COVID-19 <i>Ángel Berges, Marta Alborni y Diego Aires</i>
	71	¿Cómo valorar los denominados criptoactivos? <i>Prosper Lamothe Fernández y Prosper Lamothe López</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	82	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	105	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	113	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

La recuperación de la economía española está en marcha. Tras haber tocado suelo en el mes de abril, la actividad se ha intensificado en mayo y junio a medida que se avanzaba en el proceso de desescalada, aunque sigue por debajo de los niveles anteriores a la declaración del estado de alarma. A la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, en un contexto donde todavía no se conoce cuándo se podrá disponer de una vacuna efectiva, se unen episodios de rebrotes locales con la consiguiente imposición de limitaciones de algunas actividades sociales y de servicios que, si bien pueden considerarse necesarias para el control del coronavirus, impactan directamente sobre algunos sectores y dan lugar a un deterioro de la confianza de los consumidores y de las expectativas de las empresas. Por ello, las previsiones sobre la evolución esperada de la economía están condicionadas por los datos epidemiológicos de los próximos meses y por la gestión que los gobiernos y los sistemas sanitarios realicen en el ámbito de la salud pública. El margen de error de cualquier previsión, con numerosas perturbaciones que afectan a los escenarios centrales, es por tanto muy superior a lo habitual y los sucesivos ejercicios de predicción y de corrección realizados por toda clase de institutos de investigación y organismos públicos así lo demuestran.

Con la información disponible hasta el momento y bajo el supuesto de nuevos episodios víricos con rebrotes controlados, pero que no provoquen un confinamiento generalizado, **RAYMOND TORRES** y **MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ** presentan en su artículo las previsiones de Funcas para la economía española en el bienio 2020-2021. Los indicadores de actividad muestran señales de reactivación tanto en el consumo como en la producción y es previsible que en los próximos meses se produzca

un leve repunte del turismo y de las exportaciones. Sin embargo, la recuperación será desigual y sectores como hostelería y restauración, transporte, ocio y cultura, e incluso la industria de la automoción, atravesarán una recesión más prolongada que los demás. El rebote esperado en el segundo semestre será insuficiente para compensar el terreno perdido durante el primero y aun con la reacción positiva de hogares y empresas, el PIB caerá un 9,8% en el conjunto del año 2020 y la tasa de paro podría situarse en torno al 18% de media anual, mitigada en parte por los expedientes de regulación temporal de empleo y el descenso de la tasa de actividad. De no suceder crisis sanitarias que obliguen a nuevos confinamientos, la recuperación se prolongará a lo largo de 2021, con un crecimiento previsto del 7% interanual. Sin embargo, el PIB no recuperará su nivel de 2019 como mínimo hasta 2023.

Hasta el momento, la política económica está desempeñando un destacado papel en la reparación de los daños económicos y sociales de la pandemia sobre las empresas y los trabajadores, mediante préstamos avalados por el Estado, prestaciones por desempleo, aplazamientos de impuestos y cotizaciones, y otras ayudas a pymes y autónomos. Sin embargo, el espacio fiscal para la nueva fase que ya se ha iniciado, en la que se requiere el impulso de las políticas dirigidas a estimular la recuperación, está limitado en el caso de España por la insuficiencia estructural de los ingresos públicos y el elevado nivel de deuda de las administraciones públicas. En este contexto, el Plan Europeo de Recuperación se configura como un instrumento financiero primordial para apoyar las inversiones y reformas que la economía española debe afrontar en los próximos años. El artículo de **EDUARDO BANDRÉS**, **LOLA GADEA**, **VICENTE SALAS** y **YOLANDA SAURAS** expone los programas, dotaciones

presupuestarias, calendario y criterios de reparto de los fondos incluidos en dicho Plan. La propuesta, elaborada por la Comisión Europea, deberá ser aprobada por el Consejo Europeo y se integrará en el Marco Financiero Plurianual 2021-2027. Los criterios para la asignación de los fondos entre los países miembros, el calendario de pagos y las condiciones que deberán cumplir los programas presentados por los Estados, así como su posterior monitorización, son aún objeto de discusión en el momento de escribir estas líneas. En todo caso, el Plan de Recuperación parece configurarse más como un marco de apoyo a las políticas de oferta (de reformas) que como un impulso fiscal de emergencia a la recuperación económica, aunque resulta innegable el efecto multiplicador de la inversión pública sobre el crecimiento. Porque la disponibilidad de recursos estará, de uno u otro modo, sujeta al cumplimiento de objetivos y a un estricto programa de reformas con hitos precisos sobre su implementación. En tal sentido, será fundamental alinear los proyectos presentados con las recomendaciones específicas del Semestre Europeo para España y con las observaciones formuladas por el Consejo Europeo al Programa Nacional de Reformas. Entre tanto, la urgencia de la situación aconseja aprovechar al máximo, ya en este año 2020, las posibilidades que ofrece el paquete de medidas aprobado en el mes de mayo por la Unión Europea, en el que se incluyen el instrumento para mitigar los riesgos del desempleo (SURE), la línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) destinada a cubrir los costes directos e indirectos de la pandemia, y la financiación reforzada del Banco Europeo de Inversiones.

Entre los sectores que mayor impacto van a sufrir como consecuencia de la crisis del COVID-19 están, indudablemente, todos los relacionados con el turismo. La caída en el número de turistas internacionales acarreará un desplome de los ingresos de la balanza por cuenta corriente y un efecto enorme sobre el empleo y el valor añadido de la hostelería, el transporte, el comercio y las actividades de ocio y recreación. Como explican GONZALO GARCÍA ANDRÉS y ANDREU GARCÍA BAQUERO en su artículo, uno de los factores que explican el impacto diferencial de la crisis provocada por la pandemia en España es, justamente, el peso de las actividades turísticas; según las cuentas satélite del INE, el 12,3% del PIB nacional y el 12,7% del empleo. De este modo, entre 2 y 2,5 puntos de la caída del PIB total de la economía española en 2020 estarían asociados al turismo. El Gobierno ha presentado recientemente un plan de impulso para el sector que complementa con nuevas acciones de apoyo los recursos que ya

se han destinado al mismo en forma de préstamos avalados por el ICO, expedientes de regulación temporal de empleo, cese de actividad de autónomos y aplazamiento de impuestos. Con todo, la dotación económica del plan puede parecer todavía moderada si se compara con las pérdidas que tendrá que afrontar el sector en 2020. También en este punto, el Plan Europeo de Recuperación puede proporcionar recursos a un sector que está siendo especialmente golpeado por la pandemia, para implementar reformas que mejoren la calidad de la oferta turística española.

Si entre las actividades de servicios, las relacionadas con el turismo son las que con mayor intensidad soportan el impacto negativo de la crisis, en el sector secundario, la industria de la automoción es la que atraviesa mayores dificultades. También en este caso, se trata de un sector con una aportación importante a la balanza por cuenta corriente y con un peso muy relevante en la economía española: en torno al 9% del PIB y cerca del 8% del empleo. El artículo de MARÍA JOSÉ MORAL contextualiza los problemas actuales del sector, ilustrados por la fuerte caída de las exportaciones, tomando una perspectiva más amplia que tiene que ver con la madurez de los mercados de destino de la producción española así como con la tecnología más frecuente en los vehículos españoles, más intensiva en vehículos diésel que otros países competidores que han iniciado antes la transición hacia modelos híbridos y eléctricos. En este último punto radicaría la principal amenaza para la industria automovilística nacional, porque además su propia corrección solo puede realizarse a medio plazo y está en manos de empresas matrices localizadas en otros países. Por eso es necesario implementar medidas que ofrezcan opciones transitorias para los vehículos de combustión reduciendo la incertidumbre regulatoria y favoreciendo una transición que no afecte de forma significativa al empleo y a la propia industria. De lo contrario, medidas destinadas a reactivar la demanda –para recuperar la producción europea– podrían trasladarse en su mayoría a un incremento de importaciones de coches eléctricos procedentes de terceros países.

En un sentido más general, RAFAEL MYRO analiza en su trabajo el impacto de la pandemia sobre la producción manufacturera, que habría sido muy cercano al del conjunto de la economía, aunque cabe esperar que la industria recupere la normalidad con mayor rapidez que los servicios a partir del tercer trimestre del año. Con todo, todavía no se habría recuperado lo perdido durante la Gran Recesión, de modo que el reto para reforzar la posición industrial de la economía española se ve

ahora inmerso en un contexto de profundos cambios corporativos, organizativos y tecnológicos, derivados de la doble transición energética y digital. También aquí el Plan Europeo de Recuperación puede constituir una oportunidad para el conjunto de las manufacturas españolas, habida cuenta además de la insistencia en aumentar la resiliencia de Europa en determinadas actividades estratégicas. La economía española adolece de un serio problema de productividad tanto en la industria como en algunos servicios avanzados que, en términos generales, tiene más que ver con el bajo peso de los activos intangibles que con la dotación de capital físico. Por ello, los objetivos de la política industrial tienen que alinear la actuación del sector privado con un mayor esfuerzo tecnológico y de innovación, mejorando a su vez las competencias económicas que son determinantes de la calidad de la gestión. Pero la política industrial tiene también ante sí la tarea de reestructurar los grandes sectores, como el de la automoción, con importantes economías de aglomeración y que se ven muy afectados por las exigencias ambientales y digitales de la nueva movilidad.

El sector bancario se está revelando como un eje central para la implementación de la política financiera de los gobiernos destinada a reducir los efectos negativos del COVID-19 sobre la liquidez de las empresas, así como para la canalización de los recursos destinados a impulsar la reactivación de la economía. SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ tratan de responder a la pregunta de cuánto crédito puede ser suficiente para cubrir las necesidades de financiación empresarial derivadas del periodo de inactividad y de la posterior recuperación. Probablemente, más del que por el momento se ha canalizado mediante avales públicos. Si se llegaran a agotar los 100.000 millones inicialmente previstos se estaría cubriendo en torno al 30% de las nuevas operaciones de crédito de las empresas españolas en 2019, y la evidencia que se deduce de varias entidades acredita que la demanda de financiación habría superado ampliamente a la oferta.

Todo parece apuntar, por tanto, a que será preciso prolongar los programas que están actualmente en vigor, entre los que los préstamos con avales del ICO ocupan un lugar destacado.

La banca ha sufrido también, en forma de caídas de su valoración bursátil, los efectos de la incertidumbre desatada por la crisis del COVID-19. En el caso de la eurozona, la caída ha sido mayor que el componente agregado de todos los sectores, a pesar del fortalecimiento en términos de solvencia, liquidez y calidad de los activos alcanzado en los últimos años. No obstante, como señalan ÁNGEL BERGES, MARTA ALBERNI y DIEGO AIRES, conforme se ha avanzado en el control de la pandemia y en la actuación compensatoria de la política económica, se ha dado paso a una recuperación de las cotizaciones que ha sido más intensa en la banca que en el agregado sectorial. De algún modo, dicha recuperación estaría en parte ligada a los esfuerzos de saneamiento que, ya en su cuenta de resultados del primer trimestre del año, realizaron las entidades para anticiparse a los efectos de la pandemia.

El último artículo de este número de *Cuadernos de Información Económica* aborda una cuestión que ha despertado un creciente interés en los últimos años: la valoración de los criptoactivos. Dicho interés tiene mucho que ver con el desarrollo de este tipo de nuevos activos financieros y con la existencia de distintos episodios que podrían identificarse como burbujas especulativas que han arrojado fluctuaciones desorbitadas en su cotización. PROSPER LAMOTHE FERNÁNDEZ y PROSPER LAMOTHE LÓPEZ revisan los principales enfoques de valoración de los criptoactivos, para identificar las variables críticas que lo determinan, en particular, factores como la velocidad de circulación de las criptomonedas, la percepción que los agentes económicos tienen de su comportamiento como depósito de valor o las expectativas sobre el éxito de las plataformas de productos y servicios que emiten activos como los *criptotokens*.

Se inicia la recuperación, pero persisten las incertidumbres

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

La recuperación de la economía española se inició en el mes de mayo y se intensificó en junio, aunque sin alcanzar los niveles anteriores al período de hibernación económica. De hecho, la caída del PIB en el segundo trimestre se situó en una tasa intertrimestral del -18%. Se espera que la reactivación continúe en los próximos meses, con la mejoría del consumo y un leve repunte del turismo y de las exportaciones. Sin embargo, la recuperación será desigual entre sectores, y el aumento de la tasa de ahorro de los hogares, la caída de la inversión empresarial ante la incertidumbre existente y la crisis del comercio internacional y del turismo, terminarán por situar el crecimiento del PIB en 2020 en una tasa del -9,8%. A medida que mejoren las expectativas sobre el control de la pandemia, se irá afianzando la recuperación a lo largo del año 2021, para el que se prevé un crecimiento del 7%. Pese a todo, el PIB no recuperará su nivel precrisis como mínimo hasta 2023. La aprobación del plan europeo de recuperación y la adopción de una agenda de reformas aportarían un estímulo a la inversión empresarial y ayudarían a afianzar la recuperación a partir de 2021.

Primeras señales de recuperación

Tras descender un 5,2% en el primer trimestre del año, como consecuencia del desplome de la actividad en las dos últimas semanas de marzo, se estima que la caída del PIB en el segundo trimestre se agravó hasta una tasa intertrimestral del -18%. El volumen de actividad tocó fondo en abril,

iniciándose la recuperación en mayo, e intensificándose en junio a medida que se avanzaba en el proceso de “desescalada”, aunque sin alcanzar todavía los niveles anteriores a la pandemia.

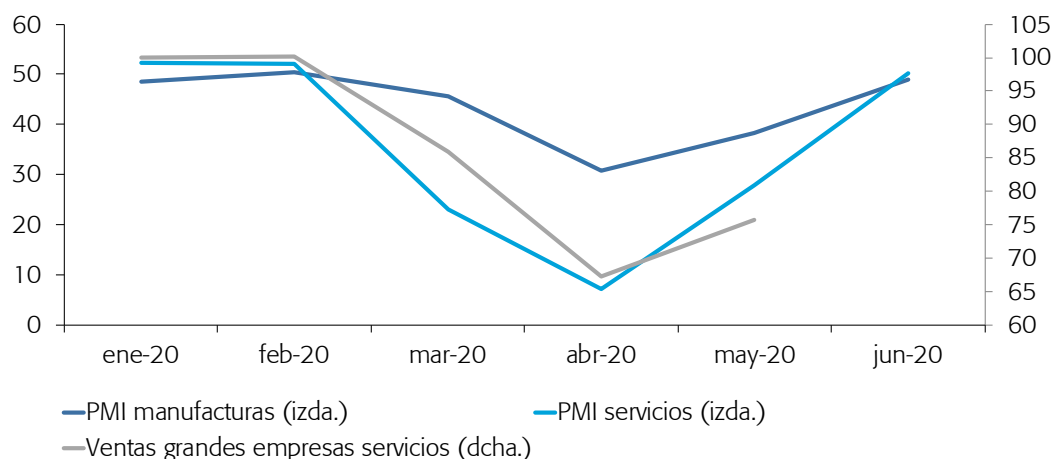
Así por ejemplo, el índice de producción industrial (IPI) retrocedió en abril un 33% con respecto al nivel de febrero, recuperando en mayo apenas la tercera parte de dicha caída, aunque, según el índice

* Funcas.

Gráfico 1

Indicadores de actividad en industria y servicios

(Índices y niveles, enero=100 [series c.v.e.]



Fuentes: Agencia Tributaria, INE y Markit Ecs.

de gestores de compras (PMI) de manufacturas y el índice de confianza industrial, la recuperación ganó fuerza en junio (gráfico 1). Si se analiza el comportamiento de las diferentes ramas industriales, el sector donde más acusada fue la caída en marzo-abril fue el del automóvil, que perdió cerca del 90%. Este desplome ha supuesto el truncamiento de una tendencia positiva iniciada a mediados del pasado año, cuando el sector comenzó a recuperarse de la crisis que sufría desde septiembre del año anterior. Le siguen con una caída menor, pero también muy abultada, las ramas de textil, confección, cuero y calzado, y muebles. Las ramas donde menor fue el impacto fueron las de alimentación y farmacéutica. En el resto –bienes de equipo, semimanufacturas– el impacto fue intermedio. Con los datos de mayo, se observa que los sectores donde más intensa fue la incipiente recuperación fueron, en general, los más afectados por las caídas, salvo el de confección, aunque en dicho mes aún estaban muy lejos de los niveles previos a la crisis.

En los servicios la caída inicial fue más severa que en la industria, como refleja la contracción del 42% del índice de cifra de negocios del sector en abril, o la caída a cero en el número de pernотaciones y en la llegada de turistas. Las ramas más afectadas han sido las de restauración, hostelería y

comercio minorista, mientras que en otros servicios, como los servicios profesionales o las telecomunicaciones, el impacto fue sensiblemente inferior. No obstante, el índice PMI de servicios apunta a que, tras una modesta recuperación en mayo, la actividad se fortaleció claramente en junio (gráfico 1).

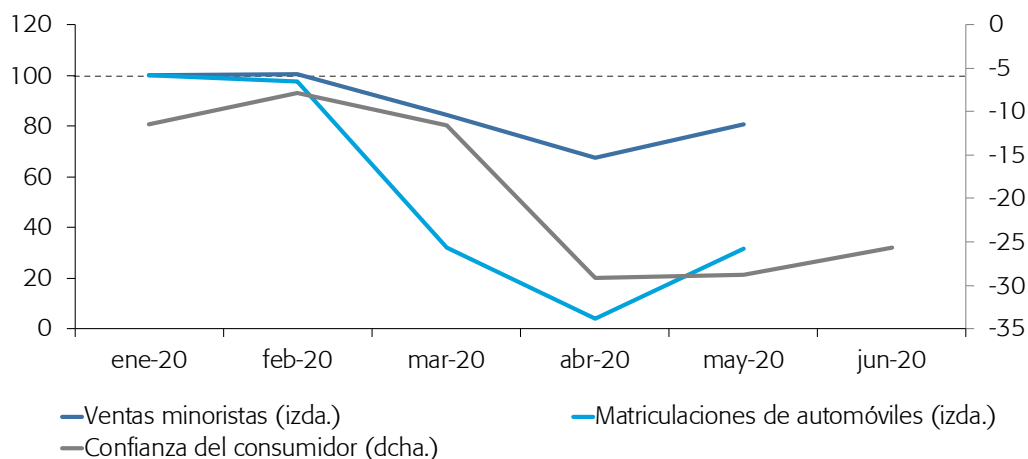
En cuanto al sector de la construcción, resultó fuertemente afectado al inicio de la crisis, más de lo esperado, con caídas en el empleo en marzo y abril más acusadas incluso que en los servicios, y con un descenso en el consumo de cemento de más del 50%. Pero también ha sido el sector donde más fuerte ha sido el rebote posterior: solo en mayo el consumo de cemento recuperaba el 72% de lo perdido en la caída anterior, y entre mayo y junio se recobraba en torno al 60% del empleo perdido en marzo y abril, muy por encima de la recuperación experimentada en los servicios o la industria.

Con respecto al sector exterior, el último dato disponible es de abril. En dicho mes las exportaciones reales registraron una caída del 32% con respecto a febrero, mientras que las importaciones sufrían un retroceso del 29%. Estas cifras reflejan un impacto más severo que el sufrido por el conjunto del comercio internacional, que registró en el mismo mes una caída del 16%, mientras que las exportaciones de los

Gráfico 2

Indicadores de consumo

(Índice y niveles, enero=100 [series c.v.e.]



Fuentes: INE y ANFAC.

países desarrollados sufrían un descenso del 25%¹. El análisis por ramas muestra exactamente el mismo patrón que el IPI: los productos que registraron mayores caídas en sus ventas al exterior fueron el automóvil, seguido del textil, confección, cuero y calzado. Por el contrario, las exportaciones de productos agrícolas no solo no descendieron, sino que incluso registraron un incremento.

Las cifras de exportaciones reflejan un impacto más severo que el sufrido por el conjunto del comercio internacional. El análisis por ramas muestra exactamente el mismo patrón que el IPI: los productos que registraron mayores caídas en sus ventas al exterior fueron el automóvil, seguido del textil, confección, cuero y calzado.

Los indicadores de consumo, por su parte, también ofrecen señales alentadoras, con rebotes en las ventas minoristas de mayo, así como en las matriculaciones de automóviles e índice de confianza de junio, tras las severas caídas sufridas en marzo

y abril, aunque aún están lejos de los niveles precrisis (gráfico 2). Otros indicadores de alta frecuencia, como los pagos realizados con tarjetas en TPV, también apuntan a una recuperación sostenida, acercándose ya al final de junio a los niveles previos a la pandemia.

El mercado de trabajo también se encuentra claramente en fase de recuperación. En junio habían recobrado el empleo en torno a 170.000 afiliados de los casi 800.000 que lo habían perdido entre marzo y abril (gráfico 3). Además, un millón y medio de trabajadores abandonaron la situación de expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE), de los 3,3 millones afectados al final de abril.

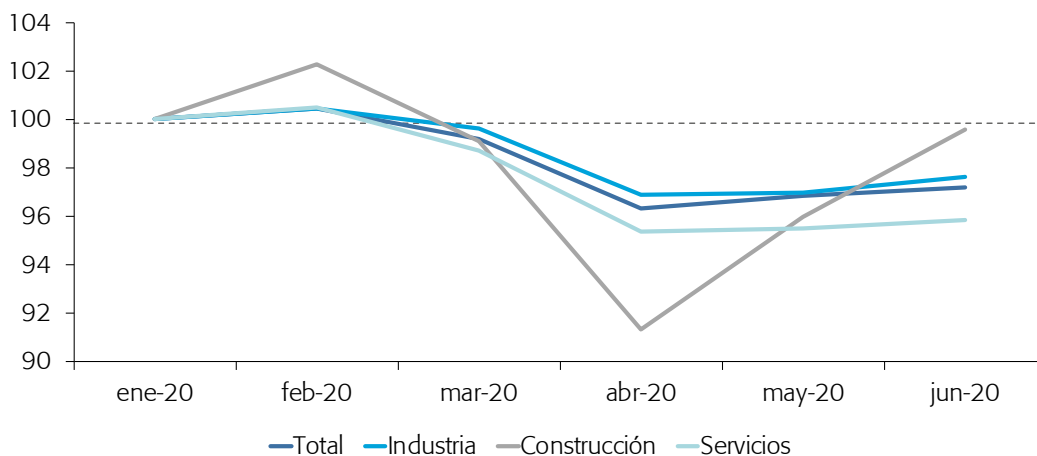
La balanza de pagos también ha sufrido un deterioro como consecuencia de la crisis. El descenso del gasto en importaciones, acentuado por la caída del precio del petróleo, no fue suficiente para contrarrestar la fuerte reducción de los ingresos por turismo, de modo que el saldo de la balanza por cuenta corriente del periodo enero-abril arrojaba un déficit de 2.500 millones de euros, frente al modesto superávit obtenido en el mismo periodo del año anterior.

¹ CPB World Trade Monitor, <https://www.cpb.nl/en/cpb-world-trade-monitor-april-2020>

Gráfico 3

Afiliados a la Seguridad Social

(Niveles, enero=100)



Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

Finalmente, también las cuentas públicas comienzan a reflejar el impacto de la crisis. El déficit de las administraciones públicas, excluyendo las corporaciones locales, hasta el mes de abril fue de 24.043

El mercado de trabajo se encuentra en fase de recuperación. En junio habían recobrado el empleo en torno a 170.000 afiliados de los casi 800.000 que lo habían perdido entre marzo y abril. Además, un millón y medio de trabajadores abandonaron la situación de ERTE, de los 3,3 millones afectados al final de abril.

millones de euros, frente a 6.741 millones en el mismo periodo del pasado año. El gasto relacionado con el COVID-19 fue de casi 8.900 millones, y los ingresos se redujeron en 3.000 millones.

Previsiones para 2020-2021

Las previsiones se han realizado bajo el supuesto de un episodio vírico con rebrotes controlados, lo que excluye un nuevo confinamiento generalizado

de la economía. También se tienen en cuenta las medidas de política económica ya decididas (préstamos ICO para empresas en dificultad, extensión de los ERTE, apoyo selectivo a la demanda y planes sectoriales). No se ha incorporado ni el Plan europeo de recuperación (todavía en fase de negociación), ni unos presupuestos generales del Estado para 2021 (en fase de formulación).

Habida cuenta de estas hipótesis, se espera que el rebote iniciado tras el periodo de hibernación prosiga durante los próximos meses, a medida que las empresas se incorporan a la actividad y que la cadena de suministros se restablece. También se observarán nuevas señales de reactivación por el lado de la demanda. Las familias incrementarán su gasto de bienes de consumo duradero tras haberlo postergado durante el periodo de confinamiento. Asimismo, el turismo registrará un leve repunte y las exportaciones se reanudarán, especialmente entre países europeos. Fruto de ello (y del incremento de actividad iniciado a principios de mayo, que mecánicamente se trasladará a los siguientes meses), el PIB debería rebotar un 16,3% en el tercer trimestre (cuadro 1). Sin embargo, esa recuperación será desigual (gráfico 4). Algunos sectores, como la industria agroalimentaria, la química y la farmacéutica, así como los servicios de sanidad y aquellos que pueden

Cuadro 1

Previsiones económicas para España, 2020-2021

(Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

	Datos observados				Previsiones Funcas	
	Media 1996- 2007	Media 2008- 2013	Media 2014- 2019	2019	2020	2021
1. PIB y agregados, precios constantes						
PIB	3,7	-1,3	2,6	2,0	-9,8	7,8
Consumo final hogares e ISFLSH	3,7	-2,1	2,2	1,1	-12,1	7,9
Consumo final administraciones públicas	4,2	0,9	1,2	2,3	7,4	3,6
Formación bruta de capital fijo	6,1	-7,6	4,0	1,8	-14,7	9,0
Construcción	5,5	-10,7	3,2	0,8	-13,7	8,4
Equipo y otros productos	7,5	-2,7	4,9	2,7	-15,7	9,6
Exportación bienes y servicios	6,5	1,8	4,1	2,6	-20,4	13,7
Importación bienes y servicios	8,7	-4,0	4,3	1,2	-17,8	11,4
Demanda nacional (a)	4,4	-3,1	2,5	1,5	-8,4	6,8
Saldo exterior (a)	-0,7	1,8	0,1	0,5	-1,4	0,9
PIB precios corrientes: - miles de mill. de euros	--	--	--	1245,3	1133,3	1233,9
- % variación	7,3	-0,8	3,4	3,6	-9,0	8,9
2. Inflación, empleo y paro						
Deflactor del PIB	3,5	0,5	0,8	1,6	0,9	1,0
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,7	0,8	1,2	-0,1	1,2
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,3	-3,4	2,4	2,3	-5,4	2,2
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	18,8	14,1	18,2	16,7
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)						
Tasa de ahorro nacional	16,7	18,8	21,6	22,9	21,3	22,1
- del cual, ahorro privado	13,3	22,9	23,6	23,7	30,3	26,6
Tasa de inversión nacional	26,7	21,7	19,4	20,8	19,9	20,0
- de la cual, inversión privada	17,9	17,8	17,2	18,8	17,6	17,3
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-2,9	2,2	2,0	1,0	1,9
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,4	2,6	2,3	1,7	2,4
- Sector privado	-3,8	6,4	6,6	5,2	12,9	9,4
- Saldo AA.PP. exc. ayudas a ent. financieras	-0,9	-8,1	-3,9	-2,8	-11,3	-7,0
Deuda pública según PDE	52,2	67,6	98,5	95,5	116,1	116,1
4. Otras variables						
PIB Eurozona	2,5	-0,3	1,8	1,2	-8,5	5,5
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	9,5	8,8	6,6	7,4	15,8	10,9
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	93,3	128,5	101,7	91,2	88,5	82,5
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	91,5	133,4	103,2	93,1	106,4	97,7
Deuda externa bruta española (% del PIB)	60,6	162,4	168,4	169,3	191,5	177,4
EURIBOR 12 meses (% anual)	3,74	1,90	0,01	-0,22	-0,22	-0,20
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,00	4,74	1,58	0,66	0,55	0,65

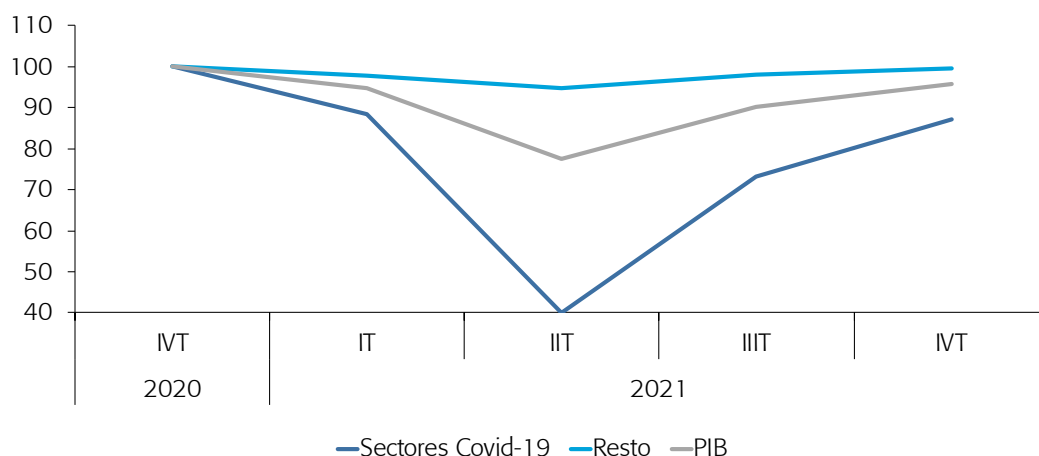
(a) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

Fuentes: 1996-2019: INE y BE; Previsiones 2020-2021: Funcas.

Gráfico 4

Previsiones por sectores

(Niveles, IV trimestre 2019=100)



Fuente: Previsiones Funcas.

funcionar con el teletrabajo, lideran la recuperación. A la inversa, los sectores de la hostelería y la restauración, transporte, cultura, ocio y espectáculos, y la industria de la automoción, atravesarán una recesión prolongada. Los otros sectores industriales y la construcción seguirán una evolución intermedia.

Pese a todo, el rebote esperado para la segunda parte del año será netamente insuficiente para compensar el terreno perdido durante el estado de alarma. Una vez pasado el efecto demanda embalsada, el consumo privado se resentirá del incremento del ahorro precautorio, ante el temor de las familias a perder el empleo o sufrir una caída importante de sus ingresos. Así pues, se estima que la tasa de ahorro de las familias se acercará al 16% en 2020, máximo de la serie histórica, y que el consumo privado se desplomará en torno al 12%. La inversión sufrirá un golpe aún mayor, por la extraordinaria incertidumbre que rodea la duración de la pandemia y su impacto global. Se prevé un descenso que rozará el 15% que hará retroceder el esfuerzo de equipamiento de las empresas hasta niveles de 2015. La aportación del exterior será negativa, por la desorganización del comercio internacional y la crisis del turismo y de la automoción, dos sectores que, por sí solos, aportan más del 25% del total de ingresos en concepto de exportación. La única aportación

positiva al crecimiento provendrá de la demanda de las administraciones públicas, como consecuencia del incremento del gasto sanitario y de inversión.

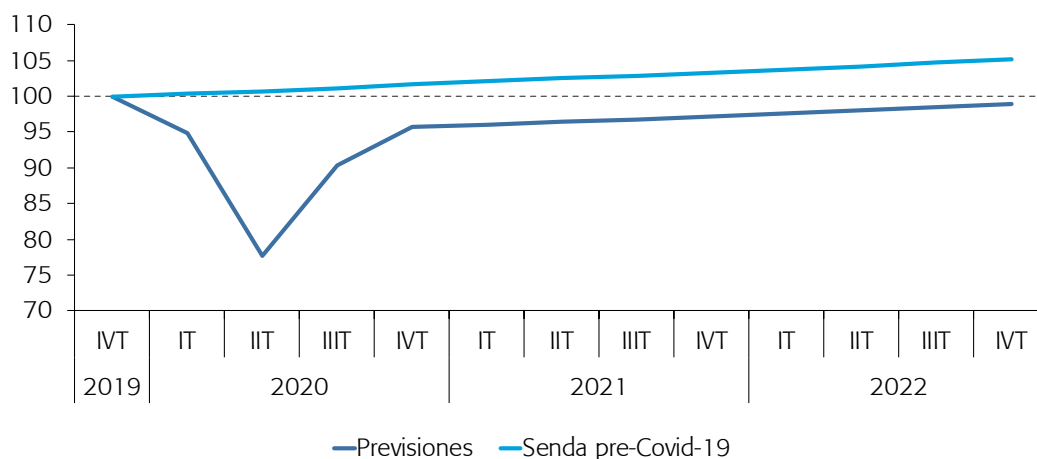
Para el conjunto de 2020, se prevé una contracción del PIB muy severa, del 9,8%, por el fuerte retroceso de la demanda interna y externa. El impacto sobre el mercado laboral será menor que en la anterior crisis, gracias al despliegue de ERTE que permiten mantener la relación laboral en empresas que atraviesan problemas de liquidez. Se perderá menos empleo de lo que cabría esperar teniendo en cuenta la reducción del PIB, algo que, unido al descenso de la tasa de actividad, suavizará el impacto de la crisis sobre el desempleo. Pese a todo, la tasa de paro podría alcanzar el 18,2% en media anual.

La recuperación se afianzará en 2021. Para ese año se prevé un crecimiento del 7%, en parte por el efecto de arrastre, y en parte por el mayor impulso de la demanda privada y la reactivación del turismo. Así pues, a medida que el nivel de incertidumbre acerca de la crisis sanitaria disminuya (ya sea por la disponibilidad de un remedio o de una vacuna), los hogares se mostrarán más proclives a consumir en vez de acumular ahorro, y las empresas a invertir. La aportación del sector exterior también pasará a ser positiva, gracias a la

Gráfico 5

Previsiones PIB

(Niveles, IV trimestre 2019=100)



Fuente: Previsiones Funcas.

normalización progresiva de los desplazamientos internacionales y del turismo. Pese a todo, el PIB no recuperará su nivel precrisis hasta 2023, o incluso en años posteriores si se tiene en cuenta la tendencia anterior a la pandemia (gráfico 5).

A falta de información acerca de la política fiscal, el déficit público se reducirá en 2021 por el juego de los estabilizadores automáticos. Esta mejora, sin embargo, apenas servirá para estabilizar la deuda pública en niveles muy elevados, en torno al 116% del PIB.

La mejora repercutirá en el mercado laboral, pero de forma atenuada porque el fin de los ERTE (la vuelta a la plena actividad de las personas acogidas en un ERTE o en reducción de jornada) limitará las necesidades de nuevas contrataciones por parte de las empresas. Además, la incorporación de jóvenes que habían prolongado sus estudios redundará en un incremento de la tasa de actividad. La tasa de paro descenderá levemente, y todavía superará niveles precovid a finales del periodo de previsión.

A falta de información acerca de la política fiscal, el déficit público se reducirá por el juego de los estabilizadores automáticos. Esta mejora, sin embargo, apenas servirá para estabilizar la deuda pública en niveles muy elevados, en torno al 116% del PIB.

Riesgos y oportunidades

Las previsiones siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado y, por tanto, a un margen de error muy superior a lo habitual. No solo por la posibilidad de que se produzca un rebrote de la pandemia que obligue a nuevos confinamientos o a imponer nuevas restricciones a determinadas actividades económicas, sino también por la gran incertidumbre que existe con respecto al comportamiento de determinadas variables macroeconómicas en una situación tan insólita. Por ejemplo, solo se pueden hacer hipótesis, más o menos fundamentadas, sobre el nivel que alcanzará el ahorro por motivo de precaución, el cual será un factor determinante del alcance de la recuperación del consumo. Otra fuente de incertidumbre, muy relevante en el caso de la economía española, es el relativo a la reacción a corto y medio plazo del turismo

internacional, muy difícil de cuantificar *a priori*, sobre lo que tampoco podemos hacer más que hipótesis. Finalmente, otro elemento de imprevisibilidad es el comportamiento del empleo una vez finalicen los ERTE. Es posible que muchos negocios, ante la constatación de una pérdida permanente en su nivel de actividad, tengan finalmente que prescindir de algunos de sus empleados, lo que podría dar lugar a una

segunda ola de despidos al final de este año o en los primeros meses del próximo.

Por otra parte, la adopción de un plan europeo de recuperación junto con la puesta en marcha de una agenda de reformas aportaría un estímulo a la inversión empresarial, y ayudaría a afianzar la recuperación a partir de 2021.

España y el Plan Europeo de Recuperación

Eduardo Bandrés, Lola Gadea**, Vicente Salas** y Yolanda Sauras****

El Plan Europeo de Recuperación junto con el programa de compra de activos del Banco Central Europeo configuran los dos ejes principales de la respuesta de la Unión Europea ante la crisis económica derivada del COVID-19. La propuesta presentada por la Comisión Europea, aún pendiente de aprobación, desarrolla un conjunto de líneas estratégicas hacia las que se dirigirán los recursos financieros para la recuperación de la economía europea. Sin embargo, el Plan adolece de tres problemas que limitan seriamente su capacidad como instrumento de recuperación: su limitada cuantía (un 5,4% del PIB de la UE-27), su calendario de ejecución (más de 5 años), demasiado largo para hacer frente a las necesidades inmediatas de impulso a la demanda, y su orientación, más preocupada por reformas estructurales, que por asegurar la reactivación inmediata de la economía. España, uno de los países más afectados por la pandemia y con peores perspectivas de impacto de la crisis sobre la economía, tiene la necesidad y la oportunidad de acceder a estos fondos, porque su déficit estructural previo y su nivel de deuda pública limitan seriamente su capacidad fiscal para generar los mecanismos de sostenimiento de rentas y recuperación de la actividad que se requieren. El acceso a la financiación europea, sin embargo, requerirá el cumplimiento de un programa de reformas sobre el que girará la condicionalidad, con hitos precisos para la liberación de los recursos según el cumplimiento de objetivos.

Las últimas previsiones de la OCDE (2020) sitúan a España, Francia e Italia, como las tres economías avanzadas más castigadas por la crisis del coronavirus, con una caída del PIB superior al 11% en 2020 y que podría superar el 14% en el caso

de un rebrote de la pandemia. Parecidas son las cifras del FMI (2020), que asigna a estos tres países caídas del PIB entre el 12,5% y el 12,8% en 2020. En España, las previsiones de Funcas (Torres y Fernández, 2020), del Banco de España (2020) y

* Funcas y Universidad de Zaragoza.

** Universidad de Zaragoza.

*** Consejo Económico y Social de Aragón.

del propio Gobierno (2020) son también muy negativas y no parece factible alcanzar el nivel de PIB de finales de 2019 hasta el año 2023. Estas previsiones sobre la caída de la actividad y las perspectivas de recuperación podrían eventualmente modificarse por otras más favorables a través de actuaciones públicas en forma de estímulos a la iniciativa privada y/o gasto o inversión pública directa. La urgencia de actuar en este sentido se justifica por evitar en lo posible la histéresis que se manifiesta habitualmente cuando los procesos de recuperación tardan en iniciarse o lo hacen de forma especialmente lenta. España, como otros países, necesita actuar con la mayor celeridad posible para impulsar la demanda, incluyendo la procedente del aumento en la inversión pública, y mantener la viabilidad económica y financiera del mayor número de empresas posible para sumarse sin dilaciones a cualquier señal de recuperación tanto en el interior como en el exterior.

Hasta ahora, la respuesta de la política económica ha sido más rápida y adecuada que en crisis anteriores, pero el despliegue presupuestario de las administraciones públicas españolas cuenta, de entrada, con una doble desventaja comparativa: un déficit estructural en torno al 3% del PIB, que es uno de los más altos de la Unión Europea, y un nivel de deuda sobre PIB del 95,5% a finales de 2019, más de 17 puntos por encima de la media de la UE-27.

Si se quiere evitar una salida incompleta y asimétrica de la crisis en Europa es fundamental una estrategia que ayude a los Estados miembros a recuperar sus niveles de crecimiento y de empleo, sin que ello dependa de su capacidad financiera propia, eludiendo además las negativas consecuencias que todo ello tendría sobre el mercado interior y sobre el propio proceso de construcción europea.

La comparación entre los recursos públicos destinados por los principales países para hacer frente a la crisis y el impacto de ésta sobre la economía de cada uno de ellos pone de manifiesto la diferente capacidad fiscal para enfrentarse al problema, valorada no solo por la situación actual de sus cuentas

públicas (déficit y deuda), sino por la evaluación realizada por los mercados financieros sobre su sostenibilidad futura, ya sea por la calificación crediticia de sus emisiones o por la prima de riesgo de sus instrumentos de deuda.

En el caso de España, y según los cálculos de Anderson *et al.* (2020), las medidas de impulso fiscal representan un 2,3% del PIB de 2019, en línea con las cifras de Dinamarca y Portugal, por encima de Italia (0,9%), pero por debajo de Francia (3,6%), Reino Unido (4,8%), Estados Unidos (9,1%) o Alemania (13,3%). Mucho menor es el importe comparativo de los aplazamientos de impuestos y cotizaciones sociales (0,9%), donde destacan Italia (13,2%), Portugal (11,1%), Francia (8,1%) y, de nuevo, Alemania (7,3%). Finalmente, los recursos totales movilizados por los instrumentos financieros públicos de apoyo a la liquidez colocan a España en una posición intermedia (9,2%), aunque claramente por debajo de Italia (29,8%), Alemania (27,2%), Bélgica (21,9%), Reino Unido (14,9%) y Francia (13,9%) (véase Anderson *et al.*, 2020). Países muy golpeados la pandemia no han podido responder con estímulos fiscales proporcionales a la intensidad del *shock* económico que están sufriendo, por su peor posición fiscal de partida.

En consecuencia, si se quiere evitar una salida incompleta y asimétrica de la crisis en Europa es fundamental una estrategia que ayude a los Estados miembros a recuperar sus niveles de crecimiento y de empleo, sin que ello dependa de su capacidad financiera propia, eludiendo además, como la propia Comisión Europea ha reconocido, las negativas consecuencias que todo ello tendría sobre el mercado interior y sobre el propio proceso de construcción europea.

La propuesta de la Comisión (2020a, 2020b), aunque cuenta con un amplio apoyo político en el seno de la Unión, todavía tiene un largo camino por recorrer entre los mecanismos de negociación y decisión que componen las instituciones comunitarias y los veintisiete países miembros de la UE. Los cuatro elementos clave en torno a los que se genera el debate son el volumen y la financiación del programa, la proporción entre ayudas directas y préstamos, la condicionalidad y los criterios de asignación por

países. El Consejo Europeo que se celebrará los días 17 y 18 de julio deberá debatir la propuesta del presidente Charles Michel, que modifica algunos aspectos clave de la elaborada por la Comisión con objeto de alcanzar un consenso con los denominados "países frugales" (Austria, Dinamarca, Países Bajos y Suecia).

El objetivo de este texto es revisar el contenido (programas, dotaciones presupuestarias, calendario de ejecución, criterios de reparto de los fondos entre países) del Plan Europeo de Recuperación en el marco de los programas europeos de apoyo a los Estados para hacer frente a los costes de la crisis sanitaria y económica, con especial atención a las oportunidades y los retos que plantea para España. El Plan expone objetivos y directrices a los que habrá que prestar atención a la hora de elaborar proyectos de apoyo y estímulo para conseguir el mejor alineamiento posible entre los intereses generales de la Unión Europea y las necesidades específicas de los países.

Financiación europea para sostener las rentas e iniciar la recuperación económica

Europa, que fue muy criticada por su lentitud y falta de determinación para hacer frente a la Gran Recesión, ha reaccionado con firmeza ante el reto de esta crisis de nuevo cuño. El primero fue el Banco Central Europeo (BCE), con un nuevo programa de compra de activos frente a la pandemia (PEPP) aprobado a mediados de marzo por importe de 750.000 millones de euros, en condiciones de mayor flexibilidad que anteriores programas en cuanto a la elegibilidad de los activos y a su reparto entre jurisdicciones. Con fecha 4 de junio, el BCE ampliaba en otros 600.000 millones las cifras anteriores y extendía su ámbito de aplicación al menos hasta finales de junio de 2021.

La respuesta de la Unión Europea se ha producido en varias etapas. A mediados de marzo y principios de abril se anuncian distintas medidas con las que se activa el uso de la cláusula de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ante la situación de grave crisis económica que ya se percibe, se flexibiliza el uso del presupuesto de la UE, se

aprueba un marco temporal de ayudas que permite a los Estados miembros atender las necesidades de liquidez de las empresas, y se activa el Instrumento de ayuda de emergencia con 2.700 millones de euros para apoyar a los sistemas sanitarios de los países miembros. Posteriormente se flexibiliza la utilización de los fondos estructurales, eliminando la obligación de cofinanciación, permitiendo el trasvase de recursos entre fondos y su aplicación a las regiones con arreglo a las necesidades derivadas de la pandemia. Y a comienzos de mayo, se amplía el marco temporal de ayudas de Estado, autorizando la intervención pública mediante la recapitalización y adquisición de deuda subordinada de las empresas no financieras.

En paralelo, se ponen en marcha dos programas transversales a los que los Estados pueden acudir para obtener fondos en condiciones muy favorables: el Instrumento SURE (Apoyo para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia) con un presupuesto de 100.000 millones de euros en préstamos; y una línea de crédito de 240.000 millones a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) destinada a cubrir los costes directos e indirectos derivados de la atención sanitaria y la prevención relacionadas con la pandemia. Adicionalmente, se refuerzan las actividades del Banco Europeo de Inversiones (BEI) con un fondo de garantía de 25.000 millones de euros, que podría generar una financiación de hasta 200.000 millones. El objetivo de estos programas es atender posibles necesidades de liquidez, aunque a costa de aumentar el endeudamiento de los Estados y, por tanto, compitiendo con la disponibilidad de fondos a través del Banco Central Europeo.

Las medidas aprobadas por el Consejo el 23 de abril (SURE, línea de crédito del MEDE y garantías BEI) pueden ser una herramienta valiosa para sostener una parte de los impulsos fiscales nacionales a corto plazo sin esperar al Plan Europeo de Recuperación.

Tanto el Instrumento SURE, como la línea de crédito del MEDE y la financiación del BEI conforman

un paquete de medidas cuya utilización por los Estados miembros puede realizarse a corto plazo, en 2020, sin requisitos especiales de condicionalidad. La potencial movilización de 540.000 millones de euros en forma de préstamos es un buen comienzo para dar respuesta de modo inmediato a los efectos de la crisis.

Aunque durante las últimas semanas el foco de atención se ha concentrado casi exclusivamente en el Plan Europeo de Recuperación (*Next Generation EU*), hay que tener en cuenta que, al margen del calendario final hasta su aprobación, así como de las enmiendas de que pueda ser objeto, la financiación no llegará de forma inmediata. De la lectura de los documentos elaborados por la Comisión parece deducirse un cierto contraste entre las continuas apelaciones a la rapidez en la tramitación y aplicación de los fondos como condición para el éxito de todo el plan, por una parte, y la vinculación de las ayudas con planes de reforma a medio plazo en el marco de una transición hacia una economía verde, digital y más resiliente.

Por eso entendemos que las medidas aprobadas por el Consejo el 23 de abril (SURE, línea de crédito del MEDE y garantías BEI) pueden ser una herramienta valiosa para sostener una parte de los impulsos fiscales nacionales a corto plazo sin esperar al Plan Europeo de Recuperación. El gobierno español ha manifestado su voluntad de acogerse al mecanismo de apoyo temporal para el desempleo (SURE), que estará abierto hasta finales de 2022, y también puede hacerlo a los préstamos del MEDE, aunque por el momento no ha existido un pronunciamiento sobre esta posibilidad. La estrategia de financiación del Tesoro tras la crisis del COVID-19 aumenta las emisiones brutas en 104.538 millones de euros respecto a las previsiones iniciales, situando la deuda pública en 2020, 20 puntos porcentuales de PIB por encima de la existente a finales de 2019.

No obstante, tal como señala el propio MEDE (2020a), a pesar del aumento de deuda provocado por la crisis del coronavirus, el endeudamiento público de España es sostenible a medio plazo (diez años), un 50% de la deuda está en manos de nacionales, y las recientes emisiones del Tesoro confirman

una buena aceptación por parte de los mercados en condiciones muy favorables. Adicionalmente, el compromiso del BCE en el Programa de Compras de Emergencia ante la Pandemia (PEPP) desempeña un papel decisivo para estabilizar los mercados de deuda de la eurozona.

Sin embargo, el recurso a la línea de crédito creada por el MEDE como apoyo frente a la crisis, sin entrar en otras consideraciones de tipo político, podría facilitar recursos hasta el 2% del PIB de España (cerca de 25.000 millones de euros) a tipos de interés más bajos que los mercados financieros, y de modo inmediato, solo con el compromiso de fortalecer los fundamentos económicos y financieros de la economía española. A modo de comparación, el gobierno de España ha aprobado un Fondo COVID-19 de 16.000 millones de euros como transferencias a las comunidades autónomas con el que financiar los principales gastos derivados de la pandemia y la caída de ingresos asociada la crisis.

Los fondos del MEDE son, por tanto, una alternativa que no está sujeta a reglas especiales de condicionalidad y a la que se puede recurrir si fuera necesario, para atender necesidades derivadas de los efectos directos e indirectos del COVID-19 sobre el sistema sanitario. La línea de crédito podría ofrecer financiación a diez años con un coste total equivalente al 0,08%, que sería del -0,07% si el plazo se reduce a siete años. Al menos once países de la eurozona, entre ellos España, obtendrían así mejor financiación que la que consiguen directamente en los mercados financieros (MEDE, 2020b).

El Plan Europeo de Recuperación: *Next Generation EU*

Constatada la necesidad de una actuación que equilibrara las posibilidades financieras de los Estados en apoyo a la recuperación, la Comisión Europea ha elaborado un ambicioso Plan de Recuperación integrado dentro de su presupuesto plurianual. El Plan contó *a priori* con el patrocinio de Francia y Alemania, que unos días antes presentaron una iniciativa para la creación de un fondo para el relanzamiento de la economía europea, dotado con

Cuadro 1

Nuevo instrumento financiero de recuperación: *Next Generation EU*

(Millones de euros de 2018)

	<i>Ayudas directas</i>	<i>Préstamos</i>	<i>Garantías</i>
Apoyo a la recuperación de los Estados miembros	405.000	250.000	
<i>Facilidad para la recuperación y la resiliencia</i>	310.000	250.000	
<i>Iniciativa REACT-EU y política de cohesión para la recuperación</i>	50.000		
Apoyo a una transición justa	45.000		
<i>Transición justa</i>	30.000		
<i>Fondo Agrícola</i>	15.000		
Impulso al relanzamiento de la economía y ayuda a la movilización de la inversión privada			56.300
Instrumento de apoyo a la solvencia			26.000
Facilidad de inversión estratégica			15.000
Programa InvestEU reforzado			15.300
Aprendiendo las lecciones de la crisis	28.200		10.500
Cuarto Programa de Salud de la UE	7.700		
Mecanismo de protección civil (rescEU) reforzado	2.000		
Refuerzo de programas de investigación, innovación y acción exterior	18.500		
<i>Horizon Europe</i>	13.500		
<i>Cooperación exterior</i>			10.500
<i>Ayuda humanitaria</i>	5.000		
Total <i>Next Generation</i>	433.200	250.000	66.800

Fuente: Comisión Europea.

500.000 millones de euros y destinado a los sectores y regiones más afectados por la pandemia.

Mientras el *Marco Financiero Plurianual 2021-2027* sumaba un presupuesto de 1,100 billones de euros para el total de siete años¹, el instrumento financiero propuesto por la Comisión para dar respuesta a la crisis del COVID-19 (*Next Generation EU*) alcanza por sí solo 750.000 millones, que está previsto que se comprometan en cuatro años, 2021-2024. Se trata de un programa *one-off* que representa un salto cuantitativo y cualitativo en la

dinámica de la UE con el que la política y la economía europeas se adentran en un nuevo escenario para el que hacen falta recursos, dirección política y, como condición previa, consenso entre los Estados. Con todo, la cuantía total del Plan apenas alcanza el 5,4% del PIB de la UE-27 de 2019, siendo las ayudas directas un 3,1%, muy lejos de las medidas de impulso fiscal puestas en marcha en Estados Unidos (9,1% del PIB) o en la propia Alemania (13,3%).

El cuadro 1 recoge la dotación presupuestaria prevista para cada uno de los ejes y programas.

¹ La propuesta del presidente del Consejo Europeo reduce ligeramente la cuantía dejándola en 1,074 billones.

El Marco Financiero Plurianual tiene un horizonte temporal de aplicación entre 2021 y 2027, aunque cada eje de actuación cuenta con un calendario de ejecución diferente. Sin embargo, los recursos destinados al programa *Next Generation EU* está previsto que queden asignados antes del 31 de diciembre de 2024.

Con objeto de responder de forma inmediata a las necesidades más urgentes, la Comisión ha propuesto enmendar el actual *Marco Financiero Plurianual 2014-2020* para disponer ya en 2020 de 11.500 millones de euros destinados a la Iniciativa REACT-EU (5.000), Instrumento de Apoyo a la Solvencia (5.500) y Fondo Europeo de Desarrollo Sostenible (1.000).

En el Anexo se presenta una síntesis de cada uno de los tres ejes, señalando para los programas que los integran los objetivos generales, los ámbitos de actuación, los otros programas con los que se conectan, las formas de adjudicación y gestión, y la dotación económica prevista.

El calendario de desembolsos revela, por una parte, que la disponibilidad de fondos estará ligada al cumplimiento de una serie hitos y objetivos de los Estados, y por otra, que la aplicación de los fondos ha de interpretarse más como una política de oferta, sobre las bases de la transición verde, digital y la resiliencia, que como una política de estímulo de la demanda para acelerar la recuperación.

A pesar de que la asignación de los fondos se pretende concentrar en un 90% en los dos primeros años, el calendario que contempla el programa *Next Generation EU* distribuye los desembolsos en un horizonte temporal de al menos siete años, de modo que su disponibilidad efectiva se dilata a lo largo de todo el marco financiero plurianual 2021-2027. Así por ejemplo, en el eje dedicado explícitamente a la recuperación de los Estados miembros, los compromisos respecto de los 437.509 millones de euros (corrientes) incluidos como ayudas directas se realizan en un 79% en los dos primeros años, pero su desembolso en esos años apenas suma el 24% del total (gráfico 1a). Y en cuanto a los 267.955

millones (corrientes) en préstamos, los compromisos se cierran al 100% durante los dos primeros años, ejecutándose un 42% en esos dos años (gráfico 1b). Es más, la propuesta del presidente del Consejo Europeo modifica la asignación de los recursos de la Facilidad para la recuperación y la resiliencia, situando un 70% de los compromisos en 2021 y 2022 y el 30% restante en 2023.

De aprobarse en los términos en los que se ha formulado por la Comisión, España debería ser uno de los países con acceso a un mayor volumen de fondos, tanto por el efecto del COVID-19 en términos sanitarios, como por su devastador impacto sobre la actividad económica y el empleo. Pero los criterios contemplados por la Comisión Europea no siempre se relacionan de forma directa con la crisis actual, y varían según los objetivos de los programas. En las ayudas directas de apoyo a la recuperación de los Estados miembros (310.000 millones de euros de 2018) los criterios de asignación son: la población, la inversa del PIB per cápita y la tasa de paro media de los últimos cinco años en comparación con el promedio de la Unión, con unos límites en el caso de estas dos últimas variables. También en este punto, la propuesta del presidente del Consejo Europeo modifica la realizada por la Comisión Europea. Estos criterios serían aplicables al 70% de la Facilidad para la recuperación y la resiliencia que se asignaría en 2021 y 2022. El 30% restante se asignaría en 2023 con un criterio diferente: la caída del PIB en cada país durante el bienio 2020-2021.

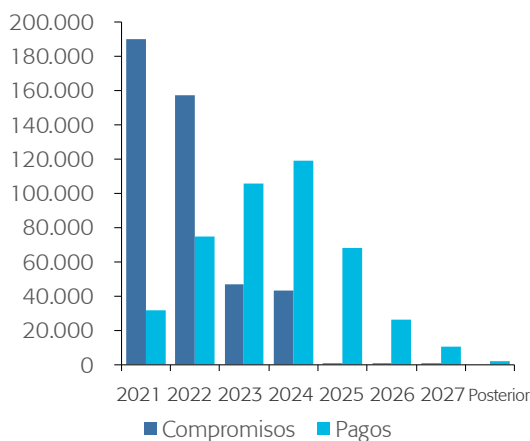
En la Iniciativa REACT-EU (50.000 millones) la distribución se basará en la contracción experimentada por el PIB como consecuencia de la pandemia y en el desempleo, total y juvenil. Sobre la base de estos criterios y con arreglo a los que podrían aplicarse en los demás programas –no siempre explicitados en los documentos de la Comisión–, Darvas (2020) calcula que España podría recibir en torno a 80.900 millones de euros por ayudas directas y beneficiarse de unos 8.000 millones de los recursos dedicados a garantías para el relanzamiento y movilización de la inversión privada (sobre un total de 56.300 millones). Finalmente, puesto que la asignación de los préstamos de la Facilidad para la Recuperación

Gráfico 1

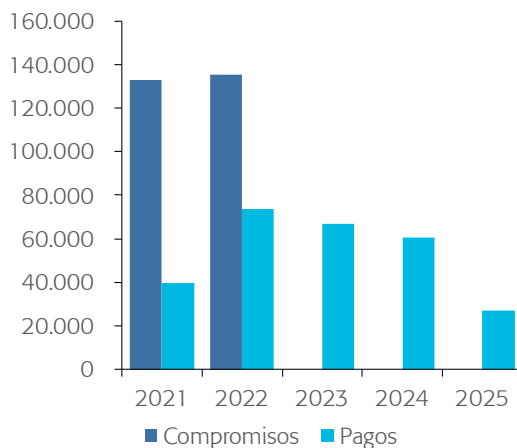
Plan Europeo de Recuperación: calendario de compromisos y pagos

(En millones de euros corrientes)

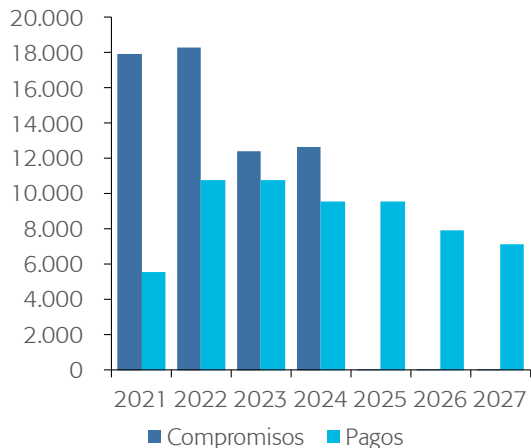
a - Ayudas directas de apoyo a la recuperación de los Estados miembros



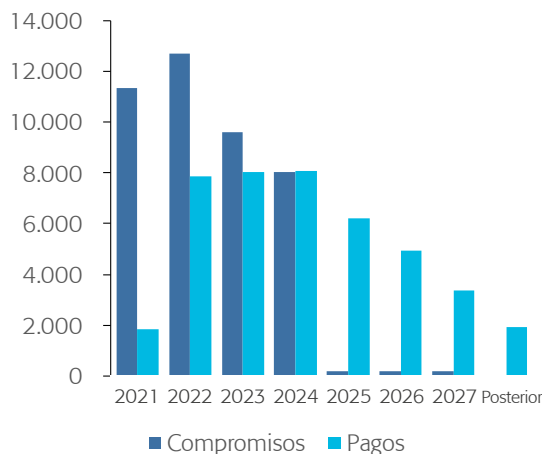
b - Préstamos de apoyo a la recuperación de los Estados miembros



c - Impulso al relanzamiento de la inversión privada



d - Aprendiendo las lecciones de la crisis



Fuente: Comisión Europea.

y la Resiliencia (250.000 millones) contempla un máximo del 4,7% de la renta nacional bruta de cada país, España podría llegar a solicitar hasta 58.600 millones por este concepto (cuadro 2). No obstante, y en relación con el tamaño de su economía, los países más beneficiados por el Plan Europeo de Recuperación serían Bulgaria, Croacia, Grecia, Letonia,

Rumanía, Eslovaquia, Lituania y Polonia, todos ellos con cifras muy superiores a España (Darvas, 2020).

El calendario de desembolsos incluido en los anexos de cada programa revela, por una parte, que la disponibilidad de fondos estará ligada al cumplimiento de una serie hitos y objetivos por los

Cuadro 2

Estimación de los recursos del Programa *Next Generation EU* que podrían asignarse a España

	<i>Miles de millones</i>	<i>Porcentaje sobre el total*</i>	<i>Porcentaje sobre el PIB, 2019</i>
Ayudas directas	80,9	18,9	6,5
Préstamos	58,6	23,4	4,7
Garantías	8,0	14,2	0,6
Total	147,5	20,1	11,8

Nota: *Excluyendo los fondos destinados a terceros países.

Fuente: Darvas (2020) y elaboración propia.

Estados, y por otra, que la aplicación de los fondos ha de interpretarse más como una política de oferta, sobre las bases de la transición verde, digital y la resiliencia, que como una política de estímulo de la demanda para acelerar la recuperación. De hecho, la propuesta del presidente del Consejo Europeo contempla que el 30% de los fondos se dirijan a proyectos relacionados con el cambio climático.

El Plan Europeo de Recuperación puede caracterizarse, por tanto, más como un marco financiero para las políticas de oferta (de reformas) de los países miembros, que como un impulso fiscal de emergencia a la recuperación económica, aunque resulta innegable el efecto multiplicador de la inversión pública sobre el PIB de cada país y del conjunto. Las simulaciones realizadas por la Comisión Europea (2020c) sobre el impacto macroeconómico de un plan de recuperación de 750.000 millones de euros, con un 93,5% de los recursos en forma de inversión pública, muestran un efecto de entre 2,8 y 4,2 puntos de PIB entre 2021 y 2024, para el grupo de países con elevado nivel de deuda, entre los que figura España junto como Italia, Portugal, Grecia y Chipre. El impacto depende de la capacidad de movilización de inversión privada y supone también que todos los recursos se invierten en los primeros cuatro años.

Programación, recomendaciones y criterios de evaluación de los programas

La disponibilidad de recursos, que se dilatará a lo largo de siete años, estará de un modo u otro sujeta

al cumplimiento de objetivos y a un estricto programa de reformas con hitos precisos sobre su implementación. La evaluación y aprobación de los programas, su monitorización y la liberación de los recursos financieros según se cumplan los objetivos serán competencia del Consejo Europeo a propuesta de la Comisión.

El plan de recuperación elaborado por cada Estado miembro se integrará en su correspondiente programa nacional de reformas que, junto con la actualización del programa de estabilidad, se presentan anualmente. La Comisión y el Consejo formulan a continuación sus recomendaciones, que deben incorporarse a los planes nacionales para su presentación definitiva. Los documentos que acompañan al Plan Europeo ya anticipan que la evaluación de los programas nacionales tendrá en cuenta su adecuación a las prioridades identificadas a nivel europeo, especialmente en cuanto a la doble transición verde y digital, el impacto duradero de las medidas, su coherencia y la justificación de las cantidades solicitadas con arreglo a las reformas e inversiones planteadas.

En el marco de ese proceso, y con fecha 20 de mayo de 2020, se hizo público el documento de *Recomendación del Consejo para España relativa al Programa Nacional de Reformas de 2020* (Comisión Europea, 2020d). El documento remite a su vez a otro publicado el 26 de febrero, *Informe sobre España 2020* (Comisión Europea, 2020e), dentro de la evaluación de los avances en las reformas estructurales, bajo el denominado *Semestre Europeo 2020* de coordinación de las políticas económicas de los países miembros. Es conveniente revisar los puntos principales de estos documentos por cuanto en ellos se encuentran parte de los

criterios que, en concepto de condicionalidad, serán tenidos en cuenta en el momento de analizar los programas presentados por España en el marco del Plan Europeo de Recuperación.

Así, por ejemplo, algunas de las líneas de actuación dentro del eje de Apoyo a la recuperación de los Estados miembros, donde se sitúa el mayor volumen de recursos del Plan (655.000 millones), ya vinculan las ayudas de la UE a las propuestas de reformas contempladas en el Semestre Europeo y a los objetivos de la doble transición ecológica y digital. En el momento de presentar en Bruselas el borrador de Presupuestos Generales del Estado para 2021 se debería estar en condiciones de incluir el programa de inversiones y reformas de España con los requerimientos y fórmulas de financiación correspondientes.

Tal como se señala en la Comunicación de la Comisión (2020a) COM(2020) 456 final, los tres principios políticos que deben inspirar la estrategia de reformas y de crecimiento a largo plazo son el Pacto Europeo Verde, la digitalización de la economía y una recuperación justa e inclusiva, a los que se añade el aumento de la resiliencia de la economía europea en sectores y ámbitos estratégicos. Dichos principios serán, a buen seguro, determinantes en la evaluación de los programas nacionales que aspiren a la financiación europea.

Recuperación y resiliencia

La *Recomendación del Consejo relativa al Programa Nacional de Reformas 2020* de España (Comisión Europea, 2020d) emitida el 20 de mayo delimita el ámbito de las actuaciones que deberían ser priorizadas en el acceso a los fondos de recuperación: por una parte, el adelanto de los proyectos de inversión pública y el estímulo de la inversión privada, como palancas de impulso de la demanda y, por otra, el apoyo a las empresas de los sectores más perjudicados por la crisis. No obstante, no se admite cualquier tipo de inversión. Esta debe tener una orientación estratégica, que los documentos de la Comisión apuntan de forma reiterada para el conjunto de Europa, pero que en el caso de España se

formula aún con mayor intensidad, por la distancia que le separa respecto al promedio europeo: ha de servir para fomentar la innovación y aumentar la productividad, teniendo como referencia la doble transición digital y ecológica.

La Comisión Europea (2020e) ha venido llamando la atención, en el marco del Semestre Europeo, sobre el escaso crecimiento de la productividad de la economía española durante los últimos años. Puestos a identificar algunas de las razones, se advierten las carencias en materia de innovación –por debajo de la media de la UE–, la lenta adopción de las tecnologías digitales por parte de las pymes, el escaso número de especialistas en tecnologías de la información y la comunicación, y la rémora que supone el amplio recurso a la contratación temporal, que además contribuye a la desigualdad y la pobreza laboral. De ahí que se insista en la necesidad de promover la adopción de las tecnologías digitales especialmente en las pymes y en las microempresas.

También son muy expresivas las observaciones que desde la UE se realizan a España sobre la gobernanza de la investigación y la innovación, insistiendo en la necesidad de aumentar la cooperación entre los centros de investigación y las empresas, incentivar la presencia de estudiantes en las áreas científicas y tecnológicas y aumentar el atractivo de la formación profesional; en suma, reorientar los recursos destinados a la investigación y mejorar la formación de capital humano, como palancas de impulso de la productividad.

Cohesión y REACT-EU

El enorme impacto de la pandemia de COVID-19 en España habría puesto de manifiesto, según la Comisión, las deficiencias de las infraestructuras sanitarias, la disparidad de recursos entre territorios, los problemas de coordinación entre los distintos niveles de gobierno y la necesidad de mejorar la atención primaria y la telemedicina. Entre las líneas básicas del Plan Europeo de Recuperación, la inversión en el

sector sanitario ocupa un lugar prioritario, que deberá ser atendido por las autoridades españolas.

La cohesión territorial también forma parte de la agenda de observaciones elaborada por la Comisión Europea, que llama la atención sobre los retos existentes en esta materia al tiempo que propugna una coordinación reforzada entre administraciones. Ahí cabrían proyectos que reduzcan la brecha digital entre las zonas urbanas y rurales, mejorar las comunicaciones ferroviarias para el transporte de mercancías y garantizar la igualdad de oportunidades de los estudiantes del medio rural y de los hogares vulnerables. La educación aparece, así, como una apuesta importante que debería tener su sitio en los proyectos de inversión presentados en Europa.

En un sentido más amplio, promover un crecimiento inclusivo pasa por reducir las cifras de pobreza y exclusión social, reformar los programas de ayuda e inserción de los parados de larga duración, de los trabajadores temporales y de los autónomos, y reducir las disparidades entre comunidades autónomas en los programas de rentas mínimas.

Transición justa

La transición hacia una economía baja en carbono y la digitalización son los dos objetivos que, de forma reiterada, establecerán la jerarquía de los programas de reformas asociados al fondo de recuperación. De forma explícita, el Plan Europeo de Recuperación contempla recursos destinados a una transición justa y un régimen específico englobado en el programa InvestEU.

España es uno de los países con mayor exposición al cambio climático y la Comisión resalta la importancia de nuevas medidas que aceleren la transición, en todo lo que tiene que ver con la movilidad sostenible, la descarbonización de la energía y el aumento de la eficiencia energética en la edificación.

En esta línea son muy numerosas las recomendaciones que se lanzan desde la Unión Europea y que, en un contexto de aumento de la inversión pública y privada, podrían acelerar su ejecución

como mecanismo de impulso a la recuperación económica y de creación de empleo. Ahí encajarían las inversiones en infraestructuras energéticas, reducción del consumo de energía en edificios públicos y privados, transporte sostenible, desarrollo de las energías renovables, gestión del agua y de los residuos, economía circular, etc.

Conclusión

Los retos a los que se enfrenta la economía española por la crisis del COVID-19 son de tal envergadura que requieren poner en juego todo el potencial expansivo de la política monetaria y de la política fiscal, para reparar los daños económicos y sociales de la pandemia, recuperar una senda estable de crecimiento y afrontar las reformas necesarias en materia de digitalización y transición hacia una economía baja en carbono. En el ámbito monetario, el Banco Central Europeo ha ampliado por dos veces su programa de compra de activos y ha aprobado un conjunto de medidas excepcionales que proporcionan un alivio considerable a las emisiones de deuda de los países de la eurozona con peores registros en sus primas de riesgo. La política fiscal, sin embargo, sigue conservando su condición de política nacional, circunstancia que puede convertir la crisis sanitaria en un *shock* asimétrico que deteriore la posición de los países con menor capacidad para apoyar sus economías respectivas. Esto significa que solo con la financiación de los programas europeos podrá disponerse de los recursos necesarios para ayudar a los sectores productivos nacionales a realizar los ajustes necesarios, superar el efecto de la paralización económica y retomar el pulso de la actividad y la creación de empleo.

España podría recibir ayudas directas equivalentes al 6,5% del PIB de 2019, préstamos hasta el 4,7% del PIB y beneficiarse de los fondos del BEI para la financiación de inversiones privadas.

La Unión Europea ha respondido con mayor rapidez y contundencia que en crisis anteriores, probablemente por la fuerza destructiva de la pandemia,

por sus consecuencias sobre las pérdidas de vidas humanas y porque no hay precedentes en tiempo de paz de que la economía se haya tenido que paralizar para atender una emergencia sanitaria y ponerse después en marcha de forma coordinada. La propia Comisión ha reconocido que el Plan Europeo de Recuperación ha de interpretarse en términos de un bien público europeo, cuyos beneficios se extenderán a las economías de todos los países miembros, más allá de las cantidades que puedan destinarse a cada uno de ellos.

España podría recibir ayudas directas equivalentes al 6,5% del PIB de 2019, préstamos hasta el 4,7% del PIB y beneficiarse de los fondos del BEI para la financiación de inversiones privadas. Sin embargo, el Plan adolece de tres problemas que limitan seriamente su capacidad como instrumento de recuperación económica.

En primer lugar, su cuantía: un 5,4% del PIB de la UE-27 distribuido en más de cinco años no parece un estímulo suficiente para abordar una crisis de estas dimensiones. En segundo lugar, su calendario de ejecución, demasiado largo para hacer frente a las necesidades inmediatas de impulso a la demanda en los países más afectados por la pandemia. Y en tercer lugar, su orientación, más preocupada por reformas estructurales, que por asegurar la reactivación inmediata de la economía. Sería recomendable, por tanto, completar el Plan con otros programas de estímulo fiscal, de ejecución más inmediata y dirigidos a paliar los efectos sobre los sectores productivos y sociales más golpeados por la crisis.

La urgencia de la situación aconseja, por tanto, aprovechar al máximo las posibilidades que ya en 2020 brinda la Unión Europea a través del paquete de medidas aprobado en el mes de mayo: SURE, créditos MEDE y fondos BEI.

Mientras se discute en Europa el Plan de Recuperación, es el momento de prepararse, desde los distintos niveles de gobierno, para aprovechar con eficiencia todo el potencial del Plan y favorecer una senda de recuperación económica con un horizonte de sostenibilidad futura.

Referencias

- ANDERSON, J., BERGAMINI E., BREKELMANS, S., CAMERON, A., DARVAS, Z., DOMÍNGUEZ JIMÉNEZ, M. y MIDÕES, C. (2020). The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus. *Bruegel Datasets*, 4 de junio. Disponible en: <https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset/>
- BANCO DE ESPAÑA (2020). *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020*. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/AnálisisEconomico/AnálisisEconomico/ProyeccionesMacroeconomicas/ficheros/be08062020-proy.pdf>
- COMISIÓN EUROPEA (2020a). El presupuesto de la UE: motor del plan de recuperación para Europa. COM(2020) 442 final, 27 de mayo. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:4524c01c-a0e6-11ea-9d2d-01aa75ed71a1.0018.02/DOC_1&format=PDF
- (2020b). El momento de Europa: reparar los daños y preparar el futuro para la próxima generación. COM(2020) 456 final, 27 de mayo. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0456&from=ES>
- (2020c). Identifying Europe's recovery needs. SWD(2020) 98 final, 27 de mayo. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/assessment_of_economic_and_investment_needs.pdf
- (2020d). Recomendación del Consejo relativa al Programa Nacional de Reformas de 2020 de España y por la que se emite un dictamen del Consejo sobre el Programa de Estabilidad de 2020 de España. COM(2020) 509 final, 20 de mayo. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2020-european-semester-csr-comm-recommendation-spain_es.pdf
- (2020e). *Informe sobre España 2020*. Documento de trabajo de la Comisión, Semestre Europeo 2020, SWD(2020) 508 final, 26 de febrero. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2020-european_semester_country-report-spain_es.pdf
- DARVAS, Z. (2020). The EU's recovery fund proposals: crisis relief with massive redistribution. *Bruegel Blog*, 17 de junio. Disponible en: <https://www.bruegel.org/2020/06/the-eus-recovery-fund-proposals-crisis-relief-with-massive-redistribution/>

- FMI (2020). *La reapertura tras el Gran Confinamiento: recuperación desigual e incierta, junio*. Disponible en: <https://blog-dialogofondo.imf.org/?p=13649>
- GOBIERNO DE ESPAÑA (2020). *Actualización del Programa de Estabilidad 2020. Reino de España*. Disponible en: https://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/comun/enlaces/destacados/20200430_PROGRAMA_ESTABILIDAD.pdf
- MEDE (2020a). *Assessment of public debt sustainability and COVID-related financing needs of euro area Member States*. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/annex_2_debt_sustainability.pdf
- (2020b). *Out of the box: a new ESM for a new crisis, junio*. Disponible en: <https://www.esm.europa.eu/blog/out-box-new-esm-new-crisis>
- OCDE (2020). *Economic Outlook*, 107, preliminary versión, junio. Disponible en: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/Od1d1e2e-en.pdf?expires=1592811782&id=id&accname=guest&checksum=C30C32A1CFAB0388F2C8C1146B3EF9F0>
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2020). El Gran Confinamiento de la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, 276, pp. 1-11. Disponible en: http://www.funcas.es/publicaciones_new/publicaciones.aspx

Anexo

Cuadro A1

Apoyo a la recuperación de los Estados miembros

	<i>Facilidad para la Recuperación y Resiliencia</i>	<i>Iniciativa REACT-EU</i>	<i>Política de Cohesión para la recuperación</i>	<i>Apoyo a una Transición Justa</i>
Objetivo general	Apoyo a las inversiones y reformas identificadas a través del Semestre Europeo para aumentar la resiliencia social y económica y apoyar la transición verde y digital	Apoyo a los programas de cohesión para ganar inmediatez (fase de reparación). Ayuda a cerrar la brecha entre las primeras medidas de respuesta y la recuperación a largo plazo	Asegurar una recuperación equilibrada de todos los estados en el largo plazo, evitando asimetrías y divergencias entre ellos	Compensar a las regiones y a los sectores que puedan verse perjudicados en la transición hacia una economía con neutralidad climática, eficiente y circular
Actuaciones previstas	Áreas sociales, empleo, habilidades, educación, investigación, salud, administración pública y sector financiero	Inversiones para reparar mercados de trabajo incluyendo subsidios a la contratación, empleo juvenil, apoyo a los sistemas sanitarios y provisión de capital circulante a pymes. Dirigido a todos los sectores, incluidos turismo y cultura	Programas de cohesión de refuerzo a la recuperación, por ejemplo resiliencia de los sistemas de salud, sectores como turismo y cultura, apoyo a pymes, empleo juvenil, educación y habilidades, y combatir la pobreza infantil	Apoyar la re-cualificación de trabajadores, ayudar a las pymes a reconvertirse, invertir en transición a energías limpias y en la economía circular Apoyar a las explotaciones agrarias para implementar el Programa Verde Europeo, nuevos objetivos de biodiversidad
Programas con los que se conecta	Semestre Europeo	Fondos de cohesión; Iniciativas de Inversión en Respuesta al Coronavirus; Fondo Europeo de Ayuda a los Más Necesitados	Fondo Social Europeo Plus; Programas de Cohesión	Fondo de Transición Justa; Fondo Agrícola Europeo para el desarrollo Rural; Estrategias De la Granja a la Mesa
Decisión y gestión	Los Estados presentan planes como parte de sus programas nacionales de reforma. Los recursos serán liberados por tramos, según la evaluación de resultados conseguidos en relación a objetivos	Los fondos se asignarán atendiendo a la severidad del impacto económico y social de la crisis, incluyendo el desempleo juvenil. La Comisión colaborará estrechamente con los estados miembros en la gestión	La Comisión actualizará las actuaciones de los planes de cohesión; regiones menos favorecidas. La Comisión proporciona ayuda técnica a los estados para coordinar con REACT-EU	Nueva facilidad de préstamo al sector público para el tercer pilar del Fondo de Transición Justa. Financiación a través del Banco Europeo de Inversiones
Dotación económica	<i>Ayudas directas:</i> 310.000 millones <i>Préstamos:</i> 250.000 millones <i>Total:</i> 560.000 millones	<i>2020:</i> 5.000 millones <i>2021-2022:</i> 50.000 millones <i>Total:</i> 55.000 millones	Hasta 10.000 millones como ampliación de los fondos cohesión. Cuotas para desempleo juvenil y pobreza infantil	<i>Transición Justa:</i> 30.000 millones adicionales <i>Fondo Agrícola:</i> 15.000 millones adicionales <i>En total:</i> Movilizar inversiones hasta 150.000 millones

Fuente: Elaboración propia con información de la Comisión Europea (2020a, 2020b).

Cuadro A2

Impulso al relanzamiento de la economía y ayuda a la movilización de la inversión privada

	<i>Instrumento de Apoyo a la Solvencia</i>	<i>Facilidad de Inversión Estratégica</i>	<i>Programa InvestEU Reforzado</i>
Objetivo general	Apoyo financiero urgente a los sectores y países más afectados por la pandemia, con problemas de solvencia, y donde los estados tienen menos capacidad para dar ayudas públicas, manteniendo así la igualdad de condiciones en el mercado único	Aumentar la fortaleza y resiliencia de las principales cadenas de valor así como la autonomía de la UE en sectores estratégicos	Apoyo a la inversión privada en las cuatro líneas del Programa InvestEU: infraestructuras de sostenibilidad, digitalización, pymes, e inversión social y cualificación
Actuaciones previstas	Financiación a través del Grupo BEI destinada a empresas viables pero muy afectadas por problemas de liquidez y solvencia.	Financiación de proyectos en sectores estratégicos para la economía europea	Financiación de proyectos privados y públicos
Programas con los que se conecta	Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas; Nuevo marco temporal de ayudas de estado	Se trata de una línea adicional en el Programa InvestEU	Programa InvestEU. Complementa los apoyos de urgencia del Instrumento de Apoyo a la Solvencia y de la Iniciativa ReactEU
Decisión y gestión	Criterios de evaluación y selección de proyectos aprobados por el BEI, en empresas de los sectores más afectados por la crisis	Criterios de evaluación similares a los proyectos de InvestEU, vinculados a sectores estratégicos	Criterios de evaluación del Programa InvestEU
Dotación económica	2020: 5.500 millones Next Generation: 26.000 millones En total: Movilizar inversiones de apoyo a la solvencia hasta 300.000 millones	15.000 millones En total: Movilizar inversiones hasta 150.000 millones	15.300 millones En total: Movilizar inversiones hasta 240.000 millones

Fuente: Elaboración propia con información de la Comisión Europea (2020a, 2020b)

Cuadro A3

Aprendiendo las lecciones de la crisis

	<i>Cuarto Programa de Salud de la UE</i>	<i>Mecanismo de Protección Civil (rescEU) reforzado</i>	<i>Refuerzo de programas en investigación, innovación y acción exterior</i>
Objetivo general	Reforzar las capacidades de los estados miembros para reaccionar ante futuras crisis sanitarias	Aumentar la capacidad y flexibilidad para actuaciones en materias conjuntas a nivel de la UE ante emergencias y desastres	Apoyo a investigación en salud y en la relacionada con el cambio climático Cooperación exterior para el desarrollo sostenible Acciones humanitarias
Actuaciones previstas	Ayudas para infraestructuras sanitarias críticas, laboratorios, gestión de brotes, tratamientos, equipamiento sanitario. Prevención y promoción de la salud, formación, transformación digital	Inversiones en infraestructura para respuestas de emergencia, capacidad de transporte y equipos de apoyo	Acciones de apoyo a terceros países en la lucha contra la pandemia, en colaboración con organismos internacionales Apoyo a pymes, energías renovables y sistemas sanitarios Ayuda humanitaria a los países más necesitados
Programas con los que se conecta	Programas de Salud de la UE Mecanismo de almacenamiento y distribución de existencias sanitarias (rescEU)	Cuarto Programa de Salud de la UE	Programa Horizon Europe para acciones de investigación e innovación Fondo Europeo de Desarrollo Sostenible
Decisión y gestión	Acciones conjuntas de la UE con los estados miembros	Centralizada	Centralizada
Dotación económica	7.700 millones adicionales a los previstos en el Marco Financiero Plurianual (1.670), hasta completar 9.370 millones	2.000 millones adicionales a los previstos en el Marco Financiero Plurianual (1.106), hasta completar 3.106 millones	<i>Horizon Europe:</i> 13.500 millones adicionales <i>Cooperación exterior:</i> 10.500 millones adicionales <i>Ayuda humanitaria:</i> 5.000 millones adicionales

Fuente: Elaboración propia con información de la Comisión Europea (2020a, 2020b)

El golpe al turismo y la recuperación de la economía española

*Gonzalo García Andrés y Andreu García Baquero**

El peso del sector turístico en la economía española es uno de los factores que explican el impacto diferencial de la crisis provocada por la pandemia en nuestro país. La reapertura de las fronteras para la llegada de turistas el 21 de junio, unos días antes de lo anticipado, ha generado expectativas de que la temporada de 2020 no está del todo perdida. Tanto el sector como las administraciones públicas están adoptando iniciativas para que la reanudación del flujo de turismo exterior sea sostenible y permita limitar las pérdidas de producción y de empleo. No obstante, el choque negativo para la actividad turística será muy intenso y persistente, afectando a la senda de recuperación de la economía española: entre 2 y 2,5 puntos de la caída del PIB en 2020 podrían estar asociados al turismo.

La pandemia de COVID-19 es un choque inédito, que provoca un daño macroeconómico catastrófico inmediato, seguido de una recuperación incierta y desigual según sectores y países. Tanto la magnitud de la pérdida de actividad inicial, como la persistencia de las perturbaciones en la demanda y en la oferta dependen del riesgo de contagio. El turismo es probablemente el sector más afectado, porque combina varios factores negativos: su dependencia del transporte aéreo, en el que resulta particularmente difícil asegurar condiciones sanitarias adecuadas; la proliferación de actividades conexas que implican contacto con un número elevado de personas (restaurantes, museos, bares, discotecas, playas); y el riesgo para los turistas de quedar

confinados lejos del hogar y tener que ser atendidos en un sistema sanitario distinto al nacional.

Según las estimaciones de la Organización Mundial del Turismo (del 7 de mayo), la caída en las llegadas de turistas internacionales en todo el mundo durante el año 2020 podría situarse entre el 60% y el 80% respecto a 2019, lo que supondría una pérdida de entre 910.000 millones y 1,2 billones de euros en ingresos por exportaciones de servicios. En España, el peso del turismo es, según las cuentas satélite del INE correspondientes a 2018, del 12,3% del PIB y del 12,7% del empleo, con un 54% de turismo exterior. La participación en el PIB incluye tanto el efecto directo (un 6,4% en 2017) como el indirecto a través del arrastre en otros

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

sectores. Además, el superávit de la balanza turística ascendió en 2019 a 46.000 millones de euros, siendo uno de los principales soportes del superávit por cuenta corriente que venía manteniendo la economía española desde la crisis precedente.

El segundo trimestre se saldará con un vacío casi total de entradas de turistas extranjeros, como ya anticipan los datos de visitantes y gastos correspondientes al mes de abril. Los primeros turistas han comenzado a llegar a partir del 21 de junio y a pesar de que se aprecia en los datos de reservas un aumento del interés en varios de nuestros principales mercados, las condiciones de transporte y estancia distarán mucho de las normales durante todo el verano. Para paliar los costes económicos y sociales de esta situación, se han movilizado tanto las empresas como las administraciones públicas. La Comisión Europea presentó en mayo un conjunto de directrices para una reapertura coordinada de las fronteras (aunque se trata de una competencia de los Estados miembros) y la reanudación de la actividad turística dentro de la Unión Europea. Por su parte, el Gobierno ha presentado un Plan de impulso para el sector turístico, mientras los gobiernos regionales y locales se afanan en facilitar la vuelta de los turistas extranjeros. Con una perspectiva menos coyuntural, el Plan de Recuperación que

presentó la Comisión Europea el 27 de mayo incluye al sector turístico como uno de los receptores de los fondos para evitar que la pandemia deje heridas duraderas en la economía europea.

Un golpe sin precedentes tras un ciclo extraordinario

La brusca interrupción de la actividad turística global ha llegado después de años de crecimiento sostenido. La movilidad internacional de personas había alcanzado el nivel más alto de la historia antes de la pandemia. Estimaciones recientes (Recchi, Deuschmann y Vespe, 2019) apuntan a que en 2016 se habrían realizado casi 3.000 millones de movimientos transfronterizos, tras crecer durante varios años a ritmos superiores a los de la población mundial. El turismo representa un porcentaje abrumadoramente alto de estos movimientos.

Y España ha conseguido mantenerse como uno de los principales destinos turísticos mundiales, beneficiándose de este ciclo expansivo. Así, en 2019 llegaron 83,7 millones de turistas (el 78,1% europeos) que realizaron un gasto de 91.332 millones de euros. Como puede observarse en el gráfico 1,

Gráfico 1

Llegadas de turistas e ingresos por exportación de turismo

(Tasas de crecimiento interanual, en porcentaje)

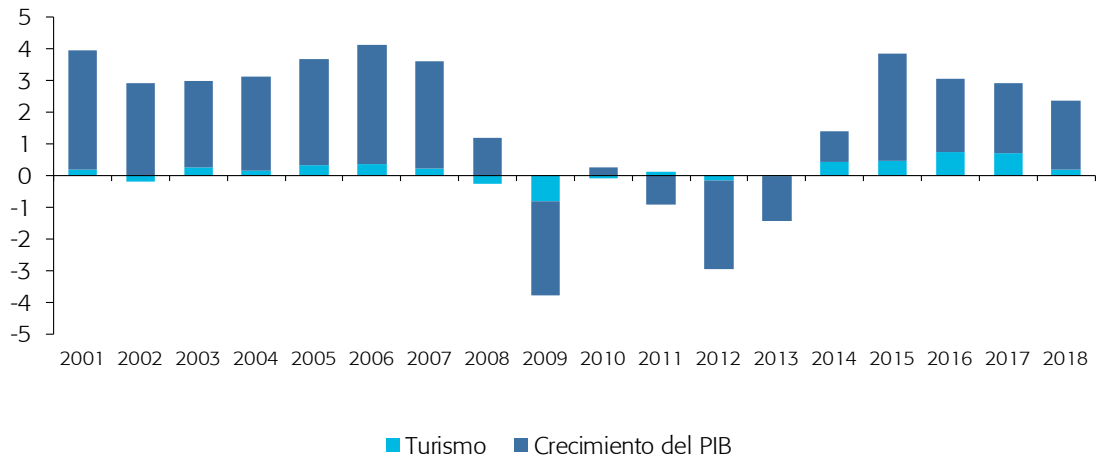


Fuente: INE, Afi.

Gráfico 2

Contribución del turismo al crecimiento anual del PIB

(En porcentaje)



Fuente: INE, Afi.

a pesar de la moderación que se produjo desde 2017, tanto las llegadas de turistas como los ingresos por exportaciones de servicios turísticos han tenido un comportamiento muy dinámico durante el ciclo previo a la pandemia.

La potencia del ciclo turístico puede apreciarse también en su contribución al crecimiento del PIB (gráfico 2), con una media de 0,5 puntos porcentuales en el período 2014-2019. En efecto, el PIB turístico pasó de 118.118 millones de euros a precios corrientes en 2015 a 147.945 millones en 2018; en términos constantes, el incremento fue del 18% en tan solo tres años, lo que hizo aumentar su peso en el PIB en 1,3 puntos. Si se analiza el crecimiento medio del PIB regional durante la recuperación, se observa que las regiones que más crecen (Baleares, con un 3,2% de crecimiento medio real es la que presenta la cifra más elevada) son aquellas en las que más pesa el turismo.

Aunque la propia naturaleza de la pandemia la configura como un choque negativo de carácter temporal, en el caso del turismo los efectos no solo van a ser más persistentes que para el resto de la economía, en el sentido de que la senda de vuelta a un nivel normal de actividad (entendido como el correspondiente a 2019) será más larga; sino que

también es muy probable que se produzcan cambios estructurales en la demanda de servicios turísticos. La conciencia del riesgo de contagio puede retraer a los turistas extranjeros, fomentar el turismo de proximidad y también hacerles huir de los entornos con mayor aglomeración. Aunque en anteriores crisis de confianza con fuerte impacto en la movilidad (como la de los atentados del 11-S) la recuperación fue relativamente rápida, en esta ocasión es muy posible que tardemos en volver a los niveles de movilidad turística previos a la pandemia.

El desafío para el sector es encajar el choque, conseguir retomar la actividad con una senda ascendente sostenida, preservar la posición competitiva frente a otros destinos y hacer un esfuerzo de adaptación, renovación y aumento de la calidad de la oferta.

El coste en términos de empleo será sin duda considerable y obligará a un esfuerzo de reasignación hacia otras actividades (construcción, turismo doméstico, servicios logísticos y de entrega a domicilio). El excedente bruto de explotación (incluyendo también la renta mixta) también sufrirá una fuerte

contracción en 2020; no obstante, este descenso de la rentabilidad del capital ocurrirá después de años de fuerte crecimiento, de manera que los negocios que sigan siendo viables podrán superar el golpe.

En consecuencia, el desafío para el sector es encajar el choque, conseguir retomar la actividad con una senda ascendente sostenida, preservar la posición competitiva relativa frente a otros destinos y hacer un esfuerzo de adaptación, renovación y aumento de la calidad de la oferta.

Iniciativas públicas para facilitar el ajuste

El sector turístico ha sido uno de los más activos a la hora de utilizar las dos medidas de emergencia que las autoridades económicas han desplegado para atenuar el impacto de la pandemia: los mecanismos de reducción temporal de empleo y los avales para la financiación empresarial. En España, según los datos avanzados por el Gobierno, la línea ICO ha financiado a cerca de 83.000 empresas del sector de turismo, ocio y cultura con un importe superior a los 10.500 millones de euros, a los que se añaden 400 millones de euros de la Línea Thomas Cook (que se reasignó también para paliar las consecuencias de la pandemia). Por otra parte, 147.000 empresas del sector se habrían acogido a expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE), cubriendo a 948.000 trabajadores, mientras que la prestación por cese temporal de actividad habría beneficiado a 260.000 autónomos.

El 13 de mayo, la Comisión Europea (2020a) presentó un paquete para apoyar al sector turístico y al transporte con las siguientes líneas básicas:

- Un enfoque común para el levantamiento de las restricciones a la libre circulación de personas dentro de la UE.
- Un enfoque común para apoyar la reanudación gradual del transporte en condiciones de seguridad sanitaria para los viajeros y el personal.

- Una recomendación para que los vales puedan ser una alternativa atractiva a la devolución del dinero en las cancelaciones de vuelos. El cliente debe aceptar de manera explícita el vale frente a la devolución; su uso estará protegido en caso de insolvencia de la empresa que preste el servicio y el cliente podrá obtener el reembolso si no utiliza el vale a los doce meses de su emisión.
- Criterios y principios comunes para que la actividad turística se pueda reiniciar en condiciones de salud seguras, con protocolos específicos para la hostelería.

En el Plan Europeo de Recuperación, presentado el 27 de mayo, la Comisión Europea (2020b, 2020c) estimaba unas pérdidas para el sector de entre 171.000 y 285.000 millones de euros, lo que supondría un 26,4% del total de pérdidas empresariales debidas a la pandemia. Además, estimaba que las necesidades de inversión en el ecosistema empresarial del turismo ascenderían a 161.000 millones de euros. Aunque el foco sectorial del impulso que propone el Plan está en la digitalización y en la sostenibilidad, el sector turístico podrá beneficiarse de varios de los instrumentos previstos, que irán destinados a las regiones y sectores más golpeados por la pandemia. Por otra parte, tanto el incremento del uso de tecnologías digitales como los avances en materia de sostenibilidad son palancas para la mejora de la calidad de la oferta de servicios turísticos.

Agregando las prestaciones por ERTE y por cese de actividad de los autónomos, las líneas ICO y el aplazamiento de impuestos, el Gobierno señala que ha destinado 19.535 millones de euros al sector turístico. Con todo, la dotación económica de las acciones de apoyo puede parecer todavía moderada si se compara con las pérdidas que afrontará el sector en 2020.

El Gobierno de España (2020) presentó el 18 de junio el *Plan de impulso para el sector turístico: hacia un turismo seguro y sostenible* que consta de

28 medidas con una dotación económica de 4.262 millones de euros articuladas en torno a cinco líneas de actuación:

- **Recuperar la confianza en el destino.** Asumiendo que la prioridad es la seguridad sanitaria, se han elaborado 21 guías de especificaciones para prevenir contagios que se formularán como normas UNE y normas ISO. Su cumplimiento se identificará con un distintivo de turismo seguro.
- **Medidas para la reactivación del sector.** En el apartado de empleo, la medida más importante tiene que ver con las condiciones para la extensión de los ERTE por fuerza mayor a partir del 30 de junio, que facilitarán la vuelta al trabajo gradual en las empresas turísticas. También se incluyen medidas para facilitar la formación y la recualificación de los trabajadores para adecuarlos a la prestación de servicios más específicos. Para mantener el apoyo a la financiación, se fija un subtramo preferente para empresas turísticas en la línea de avales del ICO por 2.500 millones de euros. Por último, se va a establecer un mecanismo que permita a los autónomos y empresas con préstamos hipotecarios sobre bienes afectos a actividades turísticas, obtener una moratoria de un máximo de doce meses en el reembolso de principal.
- **Mejora de la competitividad del destino turístico.** En este apartado se recoge un conjunto de medidas instrumentadas en su mayoría a través de préstamos en condiciones concesionales para financiar inversiones en sostenibilidad y digitalización, incluyendo las que pretendan avanzar hacia destinos turísticos inteligentes.
- **Mejora del modelo de conocimiento e inteligencia turística.** Se pretende mejorar la cantidad y calidad de datos sobre la evolución de la demanda del sector, con especial atención a los principales mercados de emisión y también al turismo doméstico.

■ *Marketing* y promoción

En conjunto, tomando en cuenta las condiciones para los ERTE y el cese de actividad de los autónomos, las líneas ICO y el aplazamiento de impuestos, el Gobierno señala que ha destinado 19.535 millones de euros al sector turístico. A pesar de este esfuerzo financiero, y como han señalado algunas voces en el sector, la dotación económica de las acciones de apoyo puede parecer todavía moderada si se compara con las pérdidas que afrontará el sector en 2020. No obstante, conviene subrayar que el objetivo de la intervención pública no es tanto compensar o reducir las pérdidas, como atenuar en lo posible el impacto sobre el empleo, crear las condiciones sanitarias y logísticas para la reanudación del flujo de turistas extranjeros y facilitar la adaptación a un entorno que seguirá siendo complicado durante varios meses. Más allá de estos objetivos a corto plazo, las políticas de apoyo al sector deben adoptar una perspectiva de mejora y transformación de la calidad de la oferta de servicios. El plan presentado por el Gobierno debería ser un primer paso para articular una estrategia nacional, coordinada entre administraciones y con participación del sector, para invertir en seguridad, sostenibilidad, contenido tecnológico y calidad.

Perspectivas para el sector

El escenario para lo que queda de 2020 y 2021 es todavía incierto. El factor más determinante será la evolución de la pandemia; cualquier rebrote resultará muy costoso, porque afectará a la confianza. Si no hay retrocesos, la tendencia será ascendente, aunque costará alcanzar los niveles de actividad previos. Las siguientes estimaciones, que parten de la llegada de turistas extranjeros para después estimar el impacto en los ingresos y en el PIB turístico, permiten caracterizar este escenario base, cuya probabilidad es menor que en una situación normal.

La caída del 64% en los visitantes extranjeros durante el mes de marzo, a la que ha seguido el cero de abril, se repetirá muy probablemente en mayo y junio (a pesar de la reapertura en la última parte del mes). Si comparamos con 2019, este trimestre en blanco supone una pérdida de 22.000

millones de ingresos en balanza de pagos. En el tercer trimestre, las llegadas de visitantes internacionales podrían situarse un 50% por debajo del nivel de 2019, con una tendencia creciente como indican los datos de reservas. En el cuarto trimestre suponemos que las llegadas internacionales ya alcanzarían el 80% de los números del pasado año.

De los 71.237 millones que en 2019 reflejaron las cuentas de la balanza de pagos por ingresos provenientes del turismo, 2020 se situaría en el entorno de los 33.600 millones.

Existe una relación directa entre los ingresos por turismo y la llegada de visitantes internacionales y, a su vez, entre los ingresos por turismo en términos reales (deflactados) y el PIB turístico, lo que deja una idea del impacto que sufrirá este tras la pandemia. Ahora bien, la relación histórica entre el incremento de los ingresos por turismo y llegadas de turistas no viene determinada por una proporcionalidad de uno a uno. La dinámica detrás de este hecho viene determinada por los diferentes factores que afectan el gasto turístico; la estancia media, el gasto medio diario y la distribución geográfica de los turistas son los ejemplos más

destacados. Esta situación hace que un aumento de los visitantes de un 2% no implique un aumento de los ingresos por el mismo porcentaje, sino en una cifra menor. Sin embargo, la relación se verá trastocada en la situación actual, en la que esperamos que tras las caídas tan intensas se aproxime al uno a uno. Como hemos podido ver en los últimos datos de llegadas internacionales, en el acumulado de los tres primeros meses, marzo presentó una caída del -25% (media de tres meses) y los ingresos se desplomaron en consonancia (-23%).

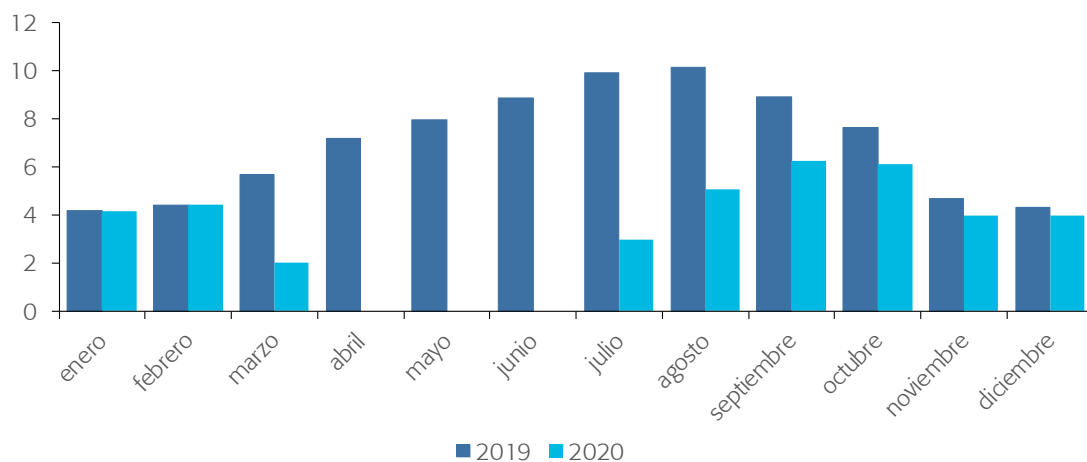
La pérdida de visitantes acarreará por tanto una drástica reducción en los ingresos foráneos, que podrían reducirse a menos de la mitad. De los 71.237 millones que en 2019 reflejaron las cuentas de la balanza de pagos por ingresos provenientes del turismo, 2020 se situaría en el entorno de los 33.600 millones. El impacto en el saldo final será por lo tanto de una magnitud nunca vista y afectará de lleno al PIB turístico.

En una primera aproximación, se podría pensar que esta situación fuese mitigada por el cambio de destino del turismo de los residentes en España. Es decir, parte de la pérdida de visitantes extranjeros podría ser compensada por el turismo nacional;

Gráfico 3

Llegadas de turistas internacionales y previsión

(En millones de personas)



Fuente: INE, Afi.

familias que, ante el cambio en el panorama y el empeoramiento generalizado de la situación económica, cambien de destino y elijan quedarse en España, sobre todo en el grueso de la temporada alta. El turismo nacional, de acuerdo con la *Encuesta de Turismo de Residentes (ETR)* supuso un gasto de más de 48.000 millones de euros en 2019, siendo el tercer trimestre el más importante con un 40% del gasto anual; a su vez, el gasto de los españoles en el extranjero alcanzó los 16.000 millones. Pero esta posibilidad se enfrenta a varias dificultades que disminuirían su efecto:

- La magnitud de las cifras que se contemplan (14,2 millones de turistas previstos de julio a septiembre, frente a los 28,9 de 2019)
- El grueso de los viajes que se realizan en este periodo por parte de los residentes en España ya tiene como destino el propio país (más del 85%), por lo que el desvío de turistas sería limitado
- El gasto medio diario español en el turismo nacional es un 70% inferior al extranjero (*ETR* y Egatur).

Bajo estas consideraciones, no se puede aspirar a que el turismo residente compense la pérdida de visitantes foráneos, pero sí a que haya un cierto desvío del gasto en el tercer trimestre que suavice el impacto, tanto en el PIB turístico, como en la balanza de pagos (el gasto de residentes españoles en el extranjero computa como pagos).

El efecto pues en la cuenta corriente es negativo si solo se tiene en cuenta los factores relacionados con el sector turístico, en los que la pérdida podría estar cercana a los 25.000 millones de euros¹, lo que dejaría el saldo en 21.000 millones frente a los 46.000 millones de 2019.

No obstante, el efecto de esta reducción de algo menos de 2 puntos de PIB, se compensará

en parte con la caída del consumo de petróleo. Nuestra estimación apunta a que el ahorro, solamente teniendo en cuenta el efecto del descenso del precio, alcanzará los 10.000 millones de euros en 2020. Una cifra que crecerá al incorporar la dura caída de la demanda, tanto final como intermedia. De este modo, no sería descartable que no se perciba un efecto negativo en la saldo de la cuenta corriente este año, debido a las diferentes fuerzas que interaccionan al mismo tiempo.

Por otro lado, 2021 sí se presenta con una peor perspectiva en la balanza por cuenta corriente, puesto que la recuperación de la demanda interna impulsará las importaciones y, si las expectativas de rebote global se materializan, sería lógico que los precios del crudo salieran de la depresión en la que se encuentran. Además, si existen daños estructurales a causa de la pandemia, estos afectarán de lleno a las interacciones sociales y por tanto a los sectores relacionados con la hostelería y la restauración, por lo que la recuperación total del sector turístico (entendiendo como tal, alcanzar los niveles de 2019), encontrará dificultades mientras persista la sombra de un rebrote. En este caso, la nueva dinámica de la cuenta corriente que se produce desde 2013, con un fuerte superávit, podría verse alterada.

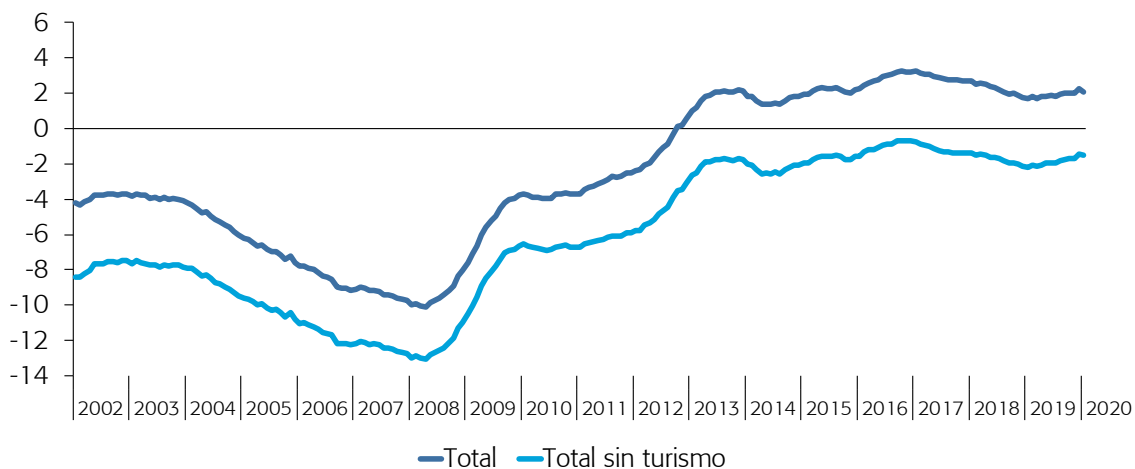
El efecto en el PIB turístico será catastrófico. Teniendo en cuenta que el turismo receptor (internacional) representa la mitad de la actividad del sector y si tomando una aproximación de rentas, la pérdida neta sería equivalente a la disminución del superávit de cuenta corriente turística (25.000 millones), lo que representa algo menos del 20% del PIB turístico. Pero esta aproximación asume que la parte de los residentes que deja de importar servicios turísticos se trasladaría al mercado interior, lo que parece una hipótesis demasiado favorable, pues una parte de esa renta se ahorrará. En consecuencia, cabría esperar que los efectos del *shock* en el PIB turístico se situaran posiblemente por encima del 25%.

¹ Si asumimos que el comportamiento nacional en términos de reducción de turismo al exterior es similar al expuesto anteriormente, se calcula una reducción de los pagos por turismo en 11.000 millones, aproximadamente un tercio de los ingresos

Gráfico 4

Saldo de la balanza por cuenta corriente

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España, Afi.

Esta situación tiene una traslación directa en las previsiones de crecimiento de las comunidades autónomas para 2020. Los territorios con una mayor exposición al turismo, como Baleares y Canarias, en los que el PIB y el empleo turístico son superiores al 30%, llegarían a caer hasta cuatro puntos más que las comunidades menos expuestas. La diferencia en la estructura económica determinará pues la intensidad de la caída del PIB.

Conclusión

En el retroceso sin precedentes que experimentará el PIB español durante 2020, entre 2 y 2,5 puntos pueden venir asociados al turismo. En el corto plazo, el principal factor de preocupación debería ser la pérdida de empleo, favoreciendo la reincorporación gradual de los trabajadores sujetos a ERTE y facilitando la reasignación sectorial y geográfica de los trabajadores que vayan al desempleo. Con una perspectiva de medio y largo plazo y asumiendo que no conocemos cómo va a afectar la pandemia a las tendencias de movilidad internacional de personas, es preciso aprovechar este freno en la demanda para invertir, incorporar las dimensiones de sostenibilidad

y digitalización y situarnos en mejores condiciones para ofrecer servicios de mayor calidad y valor añadido y menor coste medioambiental.

Referencias

- COMISIÓN EUROPEA (2020a). *El turismo y el transporte en 2020 y en adelante*. COM (2020) 550 final, 13 de mayo.
- (2020b). *Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council establishing a Recovery and Resilience Facility*. COM (2020) 408 final.
- (2020c). *Commission Staff Working Document identifying Europe's recovery needs*. SWD (2020) 98 final.
- EXCELTUR (2020). *Medidas aplicadas por los distintos países en apoyo de las empresas turísticas*.
- GOBIERNO DE ESPAÑA (2020). *Plan de impulso para el sector turístico: hacia un turismo seguro y sostenible*. Junio.
- RECCHI, E., DEUTSCHEMANN, E. y VESPE, M. (2019). Estimating transnational human mobility on a global scale, RSCAS 2019/30. Robert Schuman Centre for Advanced Studies Migration Policy Centre. European University Institute.

Dificultades en el sector de automoción español: incertidumbre sobre el modelo de movilidad y colapso de las exportaciones por la pandemia

María José Moral*

En España, el sector de fabricación de vehículos, partes y componentes está muy implantado en el tejido industrial de todo el territorio, siendo su aportación estratégica en riqueza, empleo y superávit comercial. En 2019 se produjeron 2.822.360 vehículos confirmando a España como el segundo productor de Europa y uno de los mayores exportadores (ocho de cada diez vehículos se exportaron). El hundimiento de las exportaciones de automóviles como consecuencia de la pandemia de COVID-19 ha truncado una cierta recuperación que se había iniciado en el tercer trimestre de 2019. Sin embargo, tomando una perspectiva más amplia, desde 2016 el valor de las exportaciones registra leves caídas debido al estancamiento de los mercados europeos de destino, pero fundamentalmente al *mix* de productos ofrecidos en el que los vehículos diésel representan una parte sustancial y los vehículos de tecnologías alternativas son muy marginales (un 7% de las exportaciones en 2020). El nuevo contexto internacional exige abordar todos los retos pendientes si se quiere que la industria de automoción pueda afrontar con garantías el difícil presente que ha sorprendido a todos, pero sobre todo el incierto futuro.

El sector de automoción es un sector estratégico en la economía española. En 2019 se produjeron 2.822.360 vehículos (2.209.497 fueron turismos) confirmando a España como el segundo productor de Europa por detrás de Alemania. Pero el sector

de automoción es mucho más que la fabricación de vehículos; abarca la fabricación de partes y componentes para dichos vehículos y, en un sentido amplio, también las actividades de venta y posventa¹. Con todo, el sector de la automoción es responsable

* UNED y Funcas.

¹ Laborda y Moral (2017) analizan el sector de la posventa (talleres, concesionarios, repuestos, alquiler de vehículos, consultoras y aseguradoras) en España.

del 9% del PIB y cerca del 8% del empleo². La producción de vehículos está en manos de empresas multinacionales que cuentan con 17 factorías³ que están acompañadas por un sector de componentes muy dinámico e innovador y que, al estar distribuidas a lo largo de todo el territorio peninsular, representan un pilar fundamental en la vertebración del reparto de la riqueza generada.

Las exportaciones españolas de vehículos en clave internacional

El sector de automoción es una industria global con mercados maduros (Norteamérica, Europa y Japón) y otros mercados emergentes de fuerte crecimiento (China, India y América Latina). Dentro de estos grandes mercados, denominados regionales, la presencia local de empresas fabricantes se ha comprobado que es fundamental para atraer la demanda. Por ello, aunque los costes de transporte y logística son ahora mucho menores y podrían justificar la localización masiva en países con menores costes de producción, es estratégico mantener localizaciones en varios países de la misma región (Sturgeon y Van Biesebroeck, 2010). El ejemplo europeo es claro, los países con mercados maduros (Alemania, Francia e Italia) controlan las empresas matrices (Volkswagen, PSA y Renault son las mayores), si bien hace tiempo que extendieron sus factorías a otros países. Inicialmente a la periferia sur (España y Portugal), la segunda oleada de localización fue hacia los países que se integraron en la Unión Europea en 2004 (como República Checa, Eslovaquia, Eslovenia y Polonia) y en 2007 (Rumanía y Hungría), y más recientemente hacia Turquía y Marruecos. Esta localización ha ido acompañada por una especialización de la producción que explica el intenso flujo comercial del sector de automoción en Europa.

España es uno de los países europeos con un carácter exportador más intenso, pues ocho de cada

diez vehículos fabricados en el país se exportan. La propensión a exportar del sector de componentes es algo más baja (el 58% de la facturación de 2019 se exportó), debido a que han seguido una estrategia de localización internacional cercana a las factorías. Por ello, el análisis de las exportaciones es tan interesante, pues permite conocer las fortalezas de un sector que se ha mantenido líder en Europa, pero también identificar las debilidades que existían previas al colapso provocado por la pandemia de COVID-19. El nuevo contexto internacional exige abordar todos los retos pendientes si se quiere que la industria de automoción pueda afrontar con garantías el difícil presente que ha sorprendido a todos, pero sobre todo el incierto futuro.

El análisis de las exportaciones españolas se inicia con una comparación respecto a las exportaciones de los principales productores de la Unión Europea (Alemania, Francia e Italia). Los flujos de exportaciones de *vehículos de motor, partes y componentes* de estos países se estudian con datos anuales de Eurostat de comercio internacional. El sector de fabricación de vehículos, partes y componentes se define a partir de los flujos de exportaciones de automóviles (781), vehículos para diez o más personas (783),

Antes de la pandemia ya existían dificultades en la evolución de las exportaciones de automóviles. Determinar qué factores de riesgo estaban explicando la tendencia decreciente es crucial para la economía española, pues las exportaciones de este sector representan el 4% del PIB y son pocos los sectores manufactureros que presentan superávit comercial.

vehículos de mercancías (782), motores para vehículos terrestres (71323) y partes y componentes de vehículos terrestres (784)⁴. Para tener un panorama amplio se toma el último ciclo económico completo, es decir, desde 2008 hasta 2019. El gráfico 1a

² Según indica ANFAC (Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones). En 2019, el empleo directo en fabricación de vehículos, partes y componentes fue de 566.400 puestos de trabajo (un 2,9% de la población ocupada).

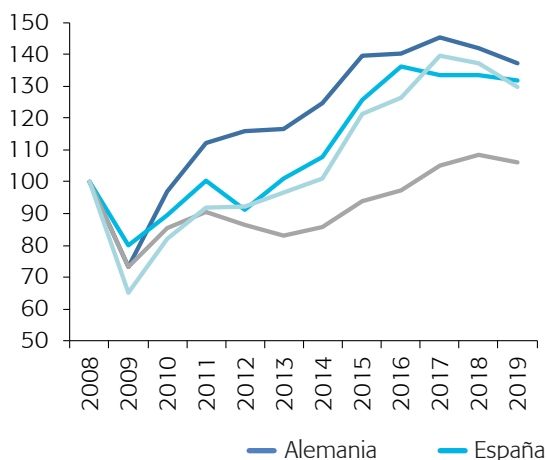
³ En mayo, Nissan ha informado que cerrará su factoría en Barcelona a partir de diciembre de 2020.

⁴ Entre paréntesis se indica el código de producto según la clasificación SITC (Véase <https://ec.europa.eu/eurostat>).

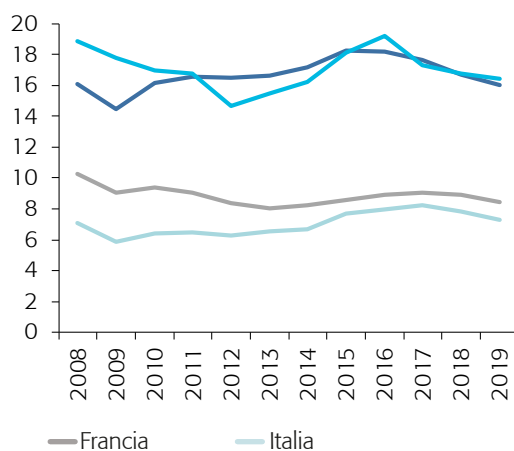
Gráfico 1

Exportaciones del sector de automoción: España, Alemania, Italia y Francia*

a - Índice, base 100 en 2008



b - Porcentaje sobre las exportaciones totales de bienes



*Nota: Se han incluido todos los flujos de exportaciones de automóviles (781), vehículos para diez o más personas (783), vehículos de mercancías (782), motores para vehículos terrestres (71323) y partes y componentes de vehículos terrestres (784). Entre paréntesis se indica el código de producto según la clasificación SITC.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

muestra el crecimiento del valor de las exportaciones en números índices y expone un balance agregado durante esta década para el caso español que se puede calificar de positivo. En efecto, en 2013 se habían recuperado los ingresos por exportaciones previos a la recesión y en 2019 se exportó un 32% más que en 2008. Es decir, el sector de automoción español ha aumentado sus ventas al exterior a una tasa equivalente a un 2,6% constante anual, algo inferior a la registrada en Alemania (2,9%), y por delante de Italia (2,4%) y Francia, donde sus exportaciones han aumentado tan solo un 0,5% de media anual.

El buen comportamiento que se obtiene, en media, durante la pasada década se justifica porque las exportaciones fueron muy dinámicas entre 2012 y 2016 creciendo a una tasa anual equivalente del 10,6%. Este fuerte crecimiento facilitó que las exportaciones de este sector volvieran a representar el 19% sobre el total de las exportaciones de bienes. Desde 2016, sin embargo, las exportaciones españolas de vehículos y componentes han ido

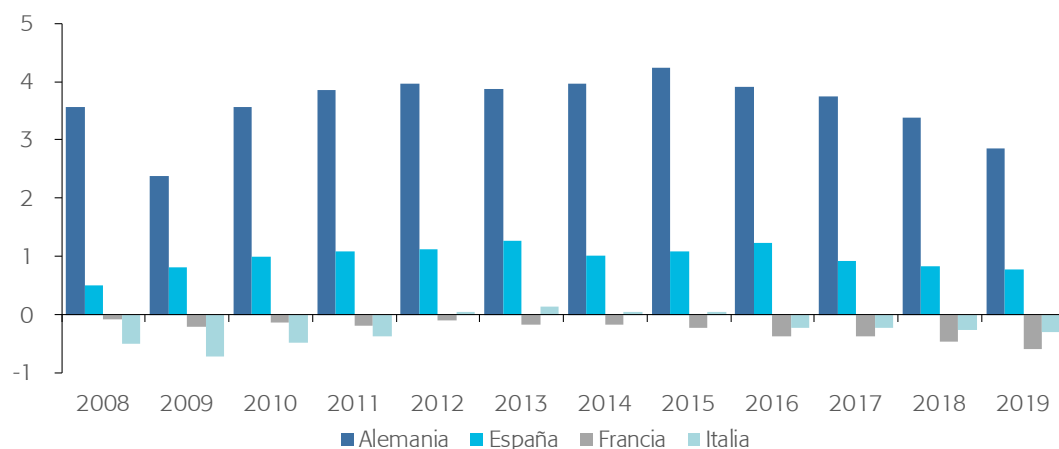
perdiendo protagonismo hasta situarse en 2019 en el 16,4% del total de exportaciones de bienes (véase el gráfico 1b).

El estancamiento y reducción de las exportaciones es un patrón que también se ha producido en los otros países seleccionados (en 2015 en Alemania y algo más tarde en Italia y Francia). Esto explica que el saldo comercial en el sector de automoción haya empeorado. Tal y como muestra el gráfico 2, ha aumentado el déficit comercial en Francia e Italia y ha disminuido el superávit comercial en España y Alemania. En definitiva, es patente que antes de la pandemia ya existían dificultades en la evolución de las exportaciones. Por ello, es crucial determinar qué factores de riesgo estaban explicando la tendencia decreciente, puesto que esta tendencia no solo compromete la rentabilidad de las empresas sino también la capacidad de financiación de la economía. En este sentido, para la economía española es muy relevante pues las exportaciones de este sector representan el 4% del PIB y son pocos los sectores manufactureros que presentan superávit comercial.

Gráfico 2

Saldo comercial del sector de automoción: España, Alemania, Italia y Francia

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

El desplome por la pandemia irrumpe en un momento de debilidad en las exportaciones

Para la medición del colapso que ha supuesto la pandemia por el COVID-19 nos fijamos únicamente en los automóviles turismos y todo terreno que son los vehículos que mayoritariamente se exportan desde España. Además, distinguimos entre ventas de vehículos nuevos y usados y seleccionamos solo las exportaciones de automóviles nuevos (representan el 95% de los ingresos).

El gráfico 3 muestra la tasa de crecimiento anual de exportaciones declaradas en la Agencia Tributaria de turismos y todo terreno desde enero de 2017 a abril de 2020, confirmando la tendencia decreciente en este período pues en la mayoría de los meses las tasas son negativas. Desde el tercer trimestre de

2019, no obstante, las exportaciones de automóviles estaban recuperando dinamismo, pero es entonces cuando se han visto bruscamente truncadas con el hundimiento consecuencia de la caída de la producción por el COVID-19 (Moral, 2020). En concreto, en marzo (con dos semanas de confinamiento) se registró una caída interanual del 36,2%; mientras que en abril (con una "hibernación" de la economía total durante 15 días y el resto en confinamiento⁵) la caída registrada ha llegado al 87,9% interanual.

La causa del retroceso en marzo y abril es de sobra conocida, y dada su magnitud necesitará de intervención pública para poder recuperar los niveles previos de actividad⁶. No obstante, el siguiente apartado se va a centrar en establecer las causas que han dado lugar a que en los últimos años se hayan registrado tasas de crecimiento negativas en la mayoría de los meses, para tener en consideración todos los retos a los que se deben de hacer frente.

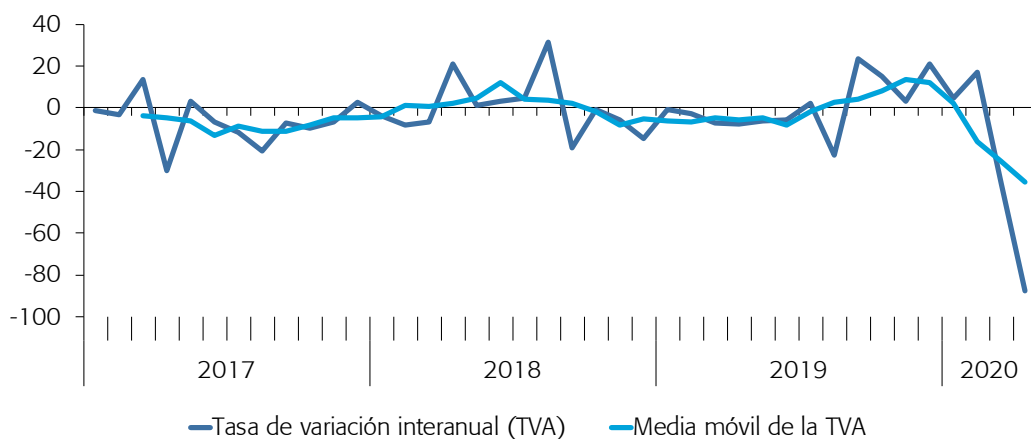
⁵ El confinamiento comenzó el 14 de marzo, pero a partir del 29 de marzo se estableció un permiso retribuido recuperable para las personas trabajadoras por cuenta ajena que no prestasen servicios esenciales (RDL 10/2020, de 29 de marzo, y RDL 11/2020, de 31 de marzo) para reducir más aún la movilidad de la población y luchar de forma más efectiva contra el COVID-19.

⁶ El Real Decreto 569/2020, de 16 de junio, regula el programa de incentivos a la movilidad eficiente y sostenible (Programa MOVES II) que, entre otros ámbitos de actuación regula las ayudas y subvenciones a la compra de vehículos de energías alternativas.

Gráfico 3

Exportaciones de automóviles nuevos, enero 2017– abril 2020

(Tasa de variación anual y media móvil con 5 periodos)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Agencia Tributaria.

Factores de riesgo en las exportaciones de automóviles

Entre los factores que han incidido negativamente sobre las exportaciones españolas cabe señalar fundamentalmente tres: i) un incremento significativo de la competencia internacional, ii) un crecimiento más moderado de las matriculaciones en los principales mercados europeos donde se destinan la mayor parte de las exportaciones de estos países, y iii) un aumento de la incertidumbre sobre la tecnología alternativa más limpia que finalmente se va a implantar y que, en el corto plazo, está “demonizando” a los vehículos diésel que constituyen una parte importante del *mix* de productos de los fabricantes europeos y que favorece a vehículos asiáticos. A estos factores habría que sumar la amenaza de un incremento de los aranceles de Estados Unidos a los automóviles. Esta amenaza afectaría fundamentalmente a Alemania que tiene una exposición al mercado americano más elevada, mientras que España no presenta un nivel de afectación elevado puesto que, en los primeros meses de 2020, solo ha destinado a Estados Unidos el 2,2% del valor de las exportaciones del sector de automoción.

Para combatir el primer obstáculo señalado se debe aumentar la productividad (si bien las empresas españolas ya se caracterizan por una elevada productividad) y, sobre todo, se debe captar la producción de modelos con buenas previsiones de ventas. En este sentido, se ha trabajado bien puesto que se ha conseguido atraer la producción en exclusiva (europea y a veces mundial) de bastantes modelos, aunque los centros de decisión de las multinacionales no están en España. Es preciso continuar en esta línea.

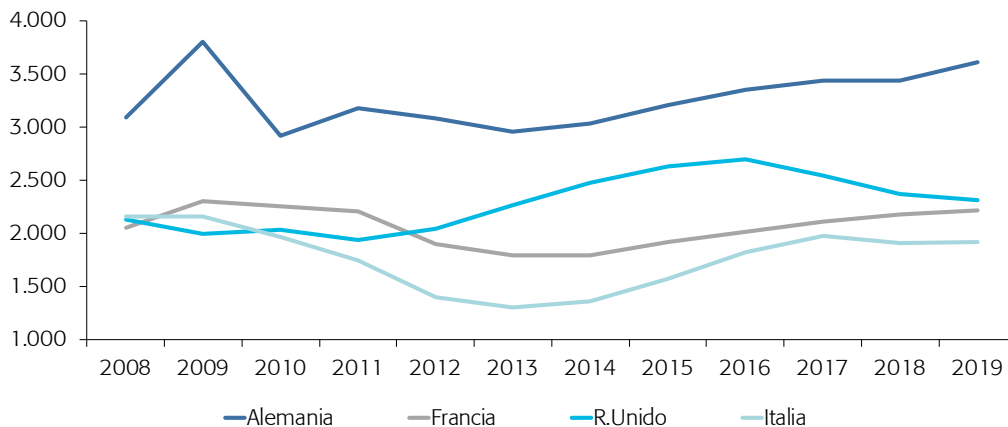
Entre los factores que han incidido negativamente sobre las exportaciones españolas cabe señalar el aumento de la incertidumbre sobre la tecnología alternativa más limpia que finalmente se va a implantar y que, en el corto plazo, está “demonizando” a los vehículos diésel, que constituyen una parte importante del mix de productos de los fabricantes europeos.

En cuanto al segundo factor indicado, el riesgo surge porque las exportaciones españolas estén muy concentradas hacia Europa. En concreto, las ventas a Alemania, Francia, Italia y Reino Unido acapararon

Gráfico 4

Matriculaciones en los principales mercados de destino de las exportaciones españolas de automóviles: Alemania, Francia, Italia y Reino Unido

(En miles de vehículos)



Fuente: Asociación de Constructores Europeos de Automóviles (ACEA).

el 65% del total de las exportaciones en 2019. En principio, esto solo es una debilidad cuando estos mercados no crecen tan deprisa como se esperaba o surge una nueva situación con alguno de ellos, como ha ocurrido recientemente con el *brexit*. De hecho, en estos cuatro mercados las matriculaciones a partir de 2016 comenzaron a estancarse e incluso en el Reino Unido a caer de manera significativa (véase el gráfico 4), lo que supuso una importante presión sobre las exportaciones españolas. Para paliar esta situación y diversificar este riesgo, las empresas buscaron nuevos mercados. Dentro de los mercados comunitarios aumentó la presencia de Polonia y entre los mercados no comunitarios aumentaron las exportaciones hacia Marruecos, Turquía, Egipto o Israel. Sin embargo, la estrategia de diversificación hacia mercados no comunitarios no mostró buenos resultados y no se siguió trabajando en esta línea, reforzándose de nuevo las exportaciones intracomunitarias.

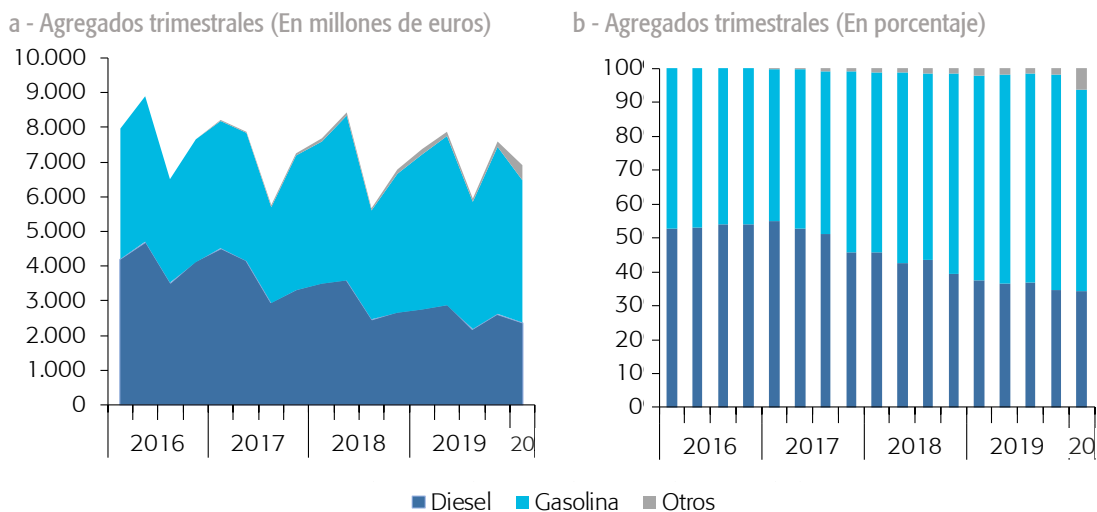
La principal amenaza para la industria automovilística española es la composición de los vehículos que

fabrica, ya que es más intensiva en vehículos diésel que otros países competidores donde se ha comenzado antes la transición hacia modelos híbridos y eléctricos. Sin duda, esta es una debilidad previa a la pandemia generada por el COVID-19 y sumamente importante ante los nuevos modelos de movilidad que se estaban proponiendo. El problema es que la corrección de esta limitación es muy lenta y, además, la decisión está en empresas matrices localizadas en otros países. Por otra parte, la demonización del diésel debería matizarse, puesto que los vehículos nuevos no son tan contaminantes como los vehículos viejos que circulan por las carreteras⁷. De hecho, el aumento de ventas de vehículos de gasolina y de híbridos de gasolina (que en velocidades altas se comportan como si fueran gasolina) está provocando que aumenten las emisiones totales de CO₂ puesto que estos vehículos emiten, en media, un 15% más de CO₂ que los motores diésel. Por ello, el objetivo global de reducción de emisiones a largo plazo (2040 en España) que exige la eliminación de los automóviles diésel debería manifestar también un período transitorio claro para todas

⁷ Un turismo matriculado en el año 2000 emitía, en media, 230 gr de CO₂ por km recorrido; mientras que en enero de 2020 la norma exige que los vehículos matriculados emitan, en media por fabricante, menos de 95 gr/km.

Gráfico 5

Distribución de las exportaciones de automóviles según el motor



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Agencia Tributaria.

las tecnologías. Parece que se ha asumido que los vehículos diésel van a desaparecer, pero existe un grado de incertidumbre muy alto. Entre tanto, las empresas ya han debido de modificar algo su *mix*

La principal amenaza para la industria automovilística española es la composición de los vehículos que fabrica, ya que es más intensiva en vehículos diésel que otros países competidores donde se ha comenzado antes la transición hacia modelos híbridos y eléctricos. El problema es que la corrección de esta limitación es muy lenta y, además, está en manos de empresas matrices localizadas en otros países.

de productos, ya que el pasado 1 de enero de 2020 entró en vigor la nueva normativa europea de emisiones (Reglamento UE, 2019/631 de 17 de abril de 2019) según la cual cada fabricante debe garantizar que, en media, sus vehículos nuevos emitan

menos de 95gr CO₂/km. Aunque existe un período transitorio de tres años, el incumplimiento llevará aparejado cuantiosas multas.

A partir de los datos de comercio declarado de la Agencia Tributaria, el gráfico 5 muestra la distribución de las exportaciones de automóviles nuevos por tipo de motor (gasolina, diésel y otros)⁸ en niveles y en términos relativos. Hasta el tercer trimestre de 2017, los ingresos por la venta de vehículos diésel al exterior representaban más de la mitad de los ingresos percibidos por exportaciones de vehículos nuevos. Pero la entrada en vigor del nuevo método de homologación de motores WLTP (*World harmonized Light duty vehicles Test Procedure*) en septiembre de 2017 provocó incluso la falta de motores homologados, lo que explica este cambio de tendencia. A partir de entonces, se ha mantenido el descenso del peso relativo de las exportaciones de vehículos diésel. Sin embargo, el crecimiento de los vehículos de gasolina no ha sido capaz de mantener el volumen de exportaciones que, como ya se ha comprobado, han disminuido. Además, la presencia de vehículos

⁸ El estudio se debe realizar a ocho dígitos de desagregación. En "Otros" se incluyen motores híbridos de gasolina y diésel y coches eléctricos.

propulsados por otros motores (híbridos y eléctricos) es muy marginal alcanzando en los primeros meses de 2020, que ya está vigente la nueva normativa, tan solo el 7% del total del valor de las exportaciones de turismos.

Por tanto, el sector de automoción español presenta una clara desventaja en la exportación de vehículos híbridos y eléctricos. Además, esta sustitución de vehículos diésel por vehículos de gasolina está suponiendo que el precio medio por automóvil nuevo exportado se haya mantenido constante en los últimos tres años en torno a los 13.358,2 euros.

Conclusiones

En España, el sector de fabricación de vehículos, partes y componentes está muy implantado en el tejido industrial de todo el territorio, y es estratégico tanto en términos de aportación de riqueza y empleo como por su superávit comercial. En este artículo se ha revisado la evolución reciente de las exportaciones del sector en comparación con países como Alemania, Italia y Francia y se ha constatado la similitud en el comportamiento con el líder europeo del sector, Alemania.

Las exportaciones de automóviles (en valor) en España están registrando leves caídas desde 2016. Esta situación se debe fundamentalmente a que han disminuido las ventas de coches diésel y no se está realizando a la misma velocidad el tránsito hacia coches menos contaminantes de similar o superior valor. Los vehículos alternativos son marginales en la producción de las factorías españolas, por tanto, esta debilidad se traslada a la exportación. Por otra parte, los automóviles de gasolina (de media, con menor precio) no han conseguido alcanzar las ventas de los automóviles diésel, a lo que también ha contribuido la caída de matriculaciones en el Reino Unido y el estancamiento en el resto de los principales países compradores (Alemania, Francia e Italia).

A este escenario de debilidad se añade el hundimiento de las exportaciones en marzo y abril como consecuencia de la paralización económica provocada por la pandemia del COVID-19. En consecuencia, el sector se enfrenta a un panorama difícil. Pero, este descenso debe ser la oportunidad para que el sector de automoción español reaccione y, con la ayuda del sector público, recupere el protagonismo que ha mostrado en la economía española.

Las empresas fabricantes en España deberán realizar un esfuerzo importante en la sustitución de su producción hacia modelos de automóviles más limpios que puedan captar a más consumidores. Pero también desde las instituciones nacionales y europeas se deben implementar medidas que contribuyan a reducir la incertidumbre sobre los nuevos modelos de movilidad, bajas emisiones y ahorro energético. Se deben ofrecer opciones transitorias para los vehículos diésel que se producen ahora —que no son tan contaminantes— y que difícilmente podrían dejar de producirse en el corto plazo sin afectar significativamente al empleo y la industria. Por ello, medidas encaminadas a reactivar la demanda podrían trasladarse en su gran mayoría a un incremento de importaciones de China (líder en ventas de coches eléctricos) que, aun siendo totalmente legítimo, no resolvería el problema al que se enfrenta este sector manufacturero estratégico para la industria española y la europea.

Referencias

- LABORDA, J. y MORAL, M. J. (2017). *Libro Blanco de la Posventa del Automóvil en España*. After Markted Club. ISBN: 978-84-9701-330-7.
- MORAL, M. J. (2020). El freno industrial durante marzo es intenso pero menor al observado en Europa. Disponible en el blog de Funcas: www.funcas.es.
- STURGEON, T. y VAN BIESEBROECK, J. (2010). Effects of the 2008-9 Crisis on the Automotive Industry in Developing Countries: A Global Value Chain Perspective. En O. Cattaneo, G. Gereffi y C. Staritz, *Global Value Chains in a Postcrisis World: A Development Perspective*.

La industria española ante el COVID-19

Rafael Myro*

Aunque la industria manufacturera española no se verá tan afectada como las actividades de servicios por la crisis del COVID-19, el doble *shock* de oferta y demanda que ya ha impactado sobre ella frenará la recuperación iniciada en 2013. Tras la pandemia, el reto de la industria no solo será recuperar lo perdido en las dos últimas recesiones, sino hacerlo en un contexto de profundos cambios tecnológicos y productivos, los derivados de la doble transición ecológica y digital, que la actual crisis va a acelerar. Para asegurar su diversificación productiva, sostener la competitividad e incrementar la sofisticación de sus productos, la industria española debe progresar especialmente en su productividad. Los problemas no parecen encontrarse en una falta de capital físico, sino de capital humano y tecnológico, dos factores claves que en los balances de las empresas forman parte de los llamados activos intangibles. El papel de la política industrial es muy relevante, por las externalidades existentes en unos casos y por las economías de aglomeración en otros. Es el momento de realizar una apuesta por la industria y por los servicios avanzados, aprovechando también el apoyo y las orientaciones de los programas europeos diseñados para la recuperación.

La recesión originada por el COVID-19 está afectando de forma intensa a la economía española que apenas se ha recuperado de los efectos de la Gran Recesión. Varias de las estimaciones realizadas esperan una reducción del PIB durante 2020 de más de un 10% con respecto al año anterior, y también coinciden en que será difícil que este agregado recupere el volumen alcanzado en 2019 antes del último trimestre de 2022. De ser así, el crecimiento medio del PIB entre 2008 y 2022 sería de tan solo un 0,4% anual.

La industria no se verá tan afectada como algunas ramas de servicios, pero aun así se ha enfrentado a un *shock* de gran envergadura cuando aún no había conseguido alcanzar los niveles de producción que tenía en 2008, antes de la Gran Recesión.

En todo caso, la recuperación, que se iniciará en el tercer trimestre de este año y podría avanzar de forma gradual si no aparecieran nuevos rebrotes del COVID-19 de relieve, marcará el inicio de un nuevo periodo, no solo de reconstrucción de los daños

* Universidad Complutense de Madrid.

temporales y permanentes causados por la pandemia, sino también de acelerada reestructuración industrial de Europa, que buscará convertir la inesperada recesión en una oportunidad para afrontar de forma decidida los retos pendientes; dos fundamentalmente, el de la digitalización, con la mirada puesta en el desarrollo de la inteligencia artificial y la economía de los datos, y el de la transición energética.

España, que se verá más afectada por la pandemia que las principales economías europeas y dispone de menos recursos para hacerle frente, debe recorrer también este camino, beneficiándose de los apoyos que puede recibir de Europa, tanto en forma de más flexibilidad para el ajuste de sus cuentas públicas, como de ayudas del plan de recuperación recientemente propuesto, *Next Generation*. Para hacerlo, el Gobierno debe generar grandes consensos entre los agentes económicos y políticos e identificar bien los objetivos de actuación.

Con el fin de contribuir a formularlos, en este artículo se estudian, en primer lugar, los efectos de la pandemia sobre la industria manufacturera; a continuación, se examina la posición competitiva de ésta en el espacio europeo, señalando sus fortalezas y debilidades. Finalmente, se definen los objetivos e instrumentos de la política industrial que hoy se necesita.

El impacto de la pandemia sobre la producción manufacturera

Como para el conjunto de la economía, el impacto de la pandemia sobre la industria manufacturera ha sido el resultado de la combinación de un *shock* de oferta y otro de demanda. El primero sería consecuencia de: a) las restricciones en el aprovisionamiento de *inputs* procedentes de otros países, derivadas de los obstáculos al transporte transfronterizo, b) el cierre de las actividades comerciales de carácter no esencial, como consecuencia de la

vigencia del estado de alarma entre el 14 de marzo y el 21 de junio, y c) la clausura de las actividades no esenciales de todo tipo, no solo comerciales, entre el 30 de marzo y el 9 de abril. El *shock* de demanda provendría de la reducción de la demanda final nacional y de las exportaciones, derivadas del confinamiento de la población española y del resto del mundo, del recorte de sus rentas, y de la incertidumbre creada con respecto al futuro de la economía, principal determinante de la formación bruta de capital fijo.

En sus proyecciones acerca de los efectos de la pandemia sobre la economía española, el Banco de España supone que las medidas de restricción de la oferta habrían provocado un cierre prácticamente total de la industria de fabricación de vehículos de motor, afectando en cambio a las restantes ramas manufactureras de forma solo indirecta, salvo en el período de suspensión de actividades no esenciales, en el que su actividad se habría reducido al 50%. De esta manera, la industria manufacturera, con la excepción de la rama de vehículos automóviles, no se habría visto muy afectada directamente por la pandemia. Pero habría experimentado el efecto de arrastre de las restantes actividades productivas, y sobre todo de aquellas más directamente afectadas: las de hostelería, ocio y restaurantes, así como las de transporte, comercio y construcción.

Según las estimaciones ofrecidas por Prades y Tello (2020), cada semana de cierre moderado durante el periodo de vigencia del estado de alarma¹, habría dado lugar a una reducción del VAB total de la economía española del 17%, directamente, y del 28%, cuando se incluye el efecto de arrastre de otras actividades. El VAB de la industria manufacturera habría disminuido directamente en un 11,1%, por el efecto exclusivo de las ramas de equipos de transporte y equipos eléctricos, y en un 24,2%, como consecuencia del efecto de arrastre de las restantes ramas de la economía². Esta cifra aplicada a solo 16 días del mes de marzo daría una reducción

¹ El cierre no moderado correspondería al de la totalidad de actividades no esenciales (del 30 de marzo al 9 de abril)

² Esto significa que las manufacturas podrían contribuir a la reducción del valor añadido agregado en un 12,2%, algo menos de su peso, que es del 14,1%. Sin la rama de vehículos y equipos eléctricos, la reducción directa e indirecta del VAB de las manufacturas sería solo del 13,5% y su contribución al agregado, del 5,6%, la mitad de su peso en el VAB total.

del VAB manufacturero durante el primer trimestre de 2020 cercana a la registrada por la Contabilidad Trimestral de España en un primer avance, de 2,77%, pero lejos de la que se ha acaba de ofrecer el 30 de junio, de -7,2%, lo que podría explicarse por lo que a continuación se comenta.

En estos ejercicios se está midiendo básicamente el efecto del *shock* de oferta, que en buena medida se superpone con el de demanda, más difícil de estimar. Pero este último puede afectar más a unas actividades productivas que a otras, algo que resulta crucial tener en cuenta cuando se trata de las manufacturas. Estas son particularmente sensibles a la demanda exterior, habida cuenta de que destinan un 40% de su producción a exportaciones, y a la demanda de bienes de equipo, que se dirige por entero a la industria. La drástica caída esperada en las exportaciones mundiales, que la Organización Mundial de la Salud (OMC) ha situado en una horquilla muy amplia, entre el 13% y el 32%, puede haber afectado pues muy sensiblemente a la actividad industrial. El Banco de España (2020), en su último informe estima que la reducción de las exportaciones en 2020 será del 16,7% con respecto a 2019, en el escenario más moderado³. También la reducción de la formación bruta de capital (no solo en bienes de equipo, sino también en construcciones), que este mismo organismo cifra en el 20,6% en el mejor de los escenarios, habrá afectado en gran medida a las manufacturas. Estas reducciones son muy similares a las que se produjeron en 2009, en los tres primeros trimestres del año para las exportaciones y en los cuatro para la formación bruta de capital. La demanda de bienes de equipo se redujo bastante más entonces. Y el VAB manufacturero cayó un 11,4% durante el año y una cifra ligeramente mayor en el primer trimestre del año. Afortunadamente, las perspectivas para este año son mucho más favorables tras el segundo trimestre.

Los datos de que disponemos hasta ahora parecen confirmar las estimaciones expuestas, elevando quizá el impacto esperado por la negativa evolución de las exportaciones y de la demanda de bienes de

equipo. En efecto, solo en marzo, en el que el cierre moderado de establecimientos fue de algo más de dos semanas, las exportaciones de bienes se redujeron en un 16,6% en términos interanuales, y ya en abril, el descenso se elevó nada menos que al 39,3%. Los sectores más afectados fueron los de automóvil, bienes de equipo, productos energéticos y productos de consumo. Francia, Alemania, Italia, Portugal y Reino Unido fueron los destinos más afectados.

Los datos de producción industrial también anuncian esta realidad (gráfico 1), mostrando una reducción sensible de la producción en marzo y un desmoronamiento histórico en abril (-33,6%), acorde con la excepcionalidad de las medidas tomadas para contener la pandemia. En el mes de mayo, la reducción ha sido más moderada, de un 24,5%.

Los bienes más afectados son los de consumo duradero y los bienes de equipo. Descendiendo a un mayor detalle sectorial, en abril destaca la reducción de la producción en aquellas ramas que reciben mayores efectos de arrastre de las restantes y son más sensibles a las actividades presenciales de la población. En primer lugar, la industria principal del automóvil, con una reducción interanual del 98,7%, la de componentes, piezas y accesorios (88%) y la de carrocerías y remolques (62,5%). Los muebles, los artículos de joyería y los juegos y juguetes registran caídas superiores al 70%, al igual que el calzado y la confección de prendas de vestir, seguidos muy de cerca por los acabados textiles. Las industrias de metales se contraen cerca del 50%, algo más que las de materiales de construcción, mientras que las de maquinaria se acercan al 40% en la reducción de su producción. En las industrias químicas o en las de alimentos, el descenso de la producción no ha sido tan elevado, salvo en fibras artificiales y plástico, entre las primeras, o los productos de panadería, las pastas alimenticias y las bebidas, entre las segundas, donde se ha reducido en más de un 20%.

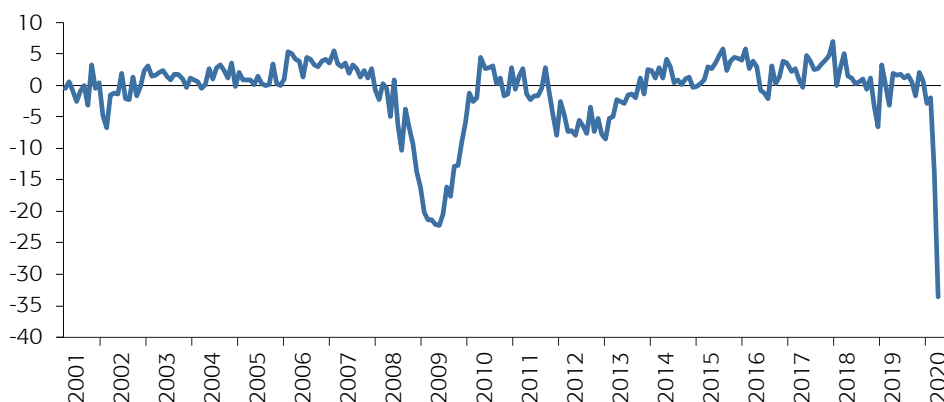
En definitiva, la información fragmentaria de que disponemos parece indicar que la actividad

³ Esta reducción afectará sobre todo al turismo y los servicios no turísticos, pero aun así podría por si sola reducir la producción industrial en un 5%, afectando al VAB en una medida menor difícil de calcular.

Gráfico 1

Índice de producción industrial en España

(En tasas anuales de variación)



Fuente: INE.

manufacturera se contraerá en el segundo trimestre de 2020 en un porcentaje elevado y muy cercano al del conjunto de la economía, entre el 25% y el 30%. En cambio, probablemente recuperará la

mismo trimestre de 2019 y el 95% en el cuarto, la reducción esperada del VAB manufacturero en 2020 se situaría muy cerca del 11%, quizá indicando que para el conjunto de la economía habría que esperar una caída algo mayor, cercana al 12,8%, como pronostica el FMI en sus últimas proyecciones de junio.

La información disponible parece indicar que la actividad manufacturera se contraerá en el segundo trimestre de 2020 en un porcentaje elevado y muy cercano al del conjunto de la economía, entre el 25% y el 30%. En cambio, probablemente recuperará la normalidad con mayor rapidez a partir del tercer trimestre, diferenciándose así del conjunto de la economía.

normalidad con mayor rapidez a partir del tercer trimestre, diferenciándose del conjunto de la economía. El que esto ocurra y la cuantía en que ocurra dependerá de que no aparezcan rebrotes de relieve del COVID-19, que obliguen a nuevas medidas de confinamiento, y de la extensión de las quiebras empresariales en la industria, como consecuencia de los costes originados por la paralización de las actividades, así como de la extensión y alcance de las medidas de apoyo que se adopten. En una previsión muy optimista, que supone que en el tercer trimestre se alcanzaría el 94% de la actividad que en el

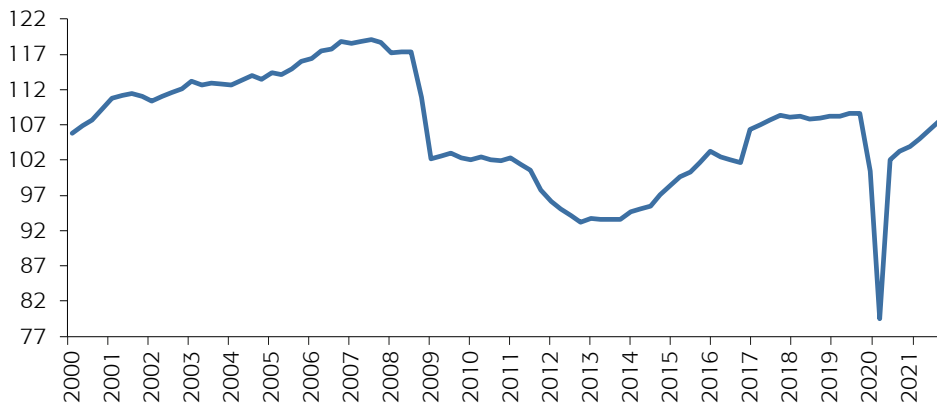
Con estas expectativas, en el mejor de los casos, el VAB de las manufacturas podría llegar a lo largo de 2021 al valor que tenía en 2016, y en 2022 el que tenía en 2019, por debajo del que alcanzara antes de la Gran Recesión (gráfico 2). El volumen de empleo seguiría siendo bastante inferior al conseguido en 2008, a pesar de que la destrucción de empleo en esta nueva recesión podría ser moderada como consecuencia de la extensión de los ERTE. De hecho, el primer trimestre de 2020 se cerró sin apenas reducciones en los niveles de empleo.

La industria española sufrirá pues mucho con el Gran Confinamiento, que pone freno a la recuperación no culminada de la Gran Recesión. A diferencia del PIB español, que alcanzó de nuevo el nivel de 2008 nueve años después, a comienzos de 2017, la industria manufacturera no había conseguido hacerlo aún en 2019. Menos aún los niveles de empleo, pues la recuperación posterior a la Gran Recesión se apoyó en las empresas más productivas, las que

Gráfico 2

Evolución del VAB de las manufacturas

(Índice, base 100 en 2015)



Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral (INE) y elaboración propia.

sobrevivieron a la crisis, y requirió de avances en la productividad (Myro, 2019).

La industria española no solo tiene pendiente recuperar lo perdido en las dos recesiones recientes, sino que ha de hacerlo en un contexto asociado a las transiciones ecológica y digital, que la pandemia va a acelerar, y en el nuevo marco europeo de apuesta firme por la reindustrialización que lideran Alemania y Francia.

Pero la explicación de esta diferencia entre las evoluciones del VAB de las manufacturas y del PIB no se encuentra en que nuestra industria tenga graves problemas de competitividad, pues, de hecho, su valor añadido creció más que el de la economía en su conjunto, sino en el mayor impacto que tuvo sobre ella la Gran Recesión.

Por consiguiente, caben pocas dudas de que la industria española posee suficientes fortalezas competitivas para abordar el reto que presenta la recuperación de la pandemia. Pero con la pandemia, el reto competitivo que la industria española deberá acometer ya a partir del tercer trimestre de este año adquiere una mayor envergadura. No solo tiene

pendiente recuperar lo perdido en las dos recesiones recientes, sino que ha de hacerlo en un contexto de profundos cambios tecnológicos y productivos, los derivados de las transiciones ecológica y digital, que la pandemia va a acelerar. Además, ha de hacerlo en el nuevo marco europeo de apuesta firme por la reindustrialización que lideran Alemania y Francia, que reclaman una mayor autonomía tecnológica y productiva de la UE con respecto a EE.UU. y China y un espacio mayor para la industria y los servicios avanzados, objetivos a los que dedicarán abundantes fondos.

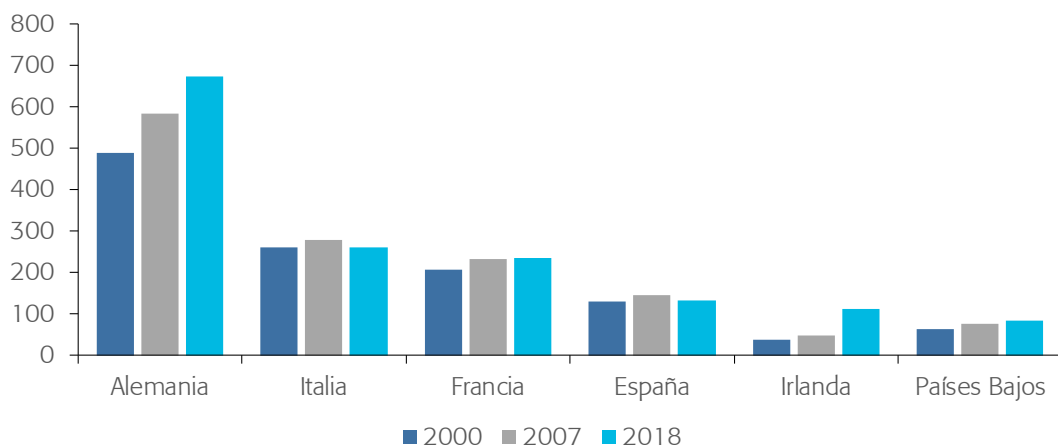
Esta apuesta, sin embargo, constituye una gran oportunidad para España, que además, puede contar con la financiación del Plan de Recuperación recientemente propuesto por la Comisión Europea, el denominado *Next Generation EU*. Pero las oportunidades hay que saber aprovecharlas.

Para conseguirlo, España tiene que avanzar en su inserción en la cadena de valor europea, asegurando de entrada que sus empresas solventes salgan lo más indemnes posible de esta crisis, para lo que el Gobierno debe aprovechar la posibilidad hoy existente de dar subsidios e incluso de entrar de forma temporal en su capital social. Hasta ahora España ha tendido a quedarse corta en ayudas (Torres y Fernández, 2020).

Gráfico 3

La industria manufacturera en 2018

(Valor añadido bruto en miles de millones de euros de 2015)



Fuente: Eurostat.

Con objeto de profundizar en los retos futuros, vamos a analizar brevemente la situación competitiva de la industria española en el espacio europeo, para después reclamar la política industrial que nuestro país merece y hasta ahora no ha tenido.

España en la industria comunitaria

Medida por el valor añadido bruto real, la industria española es la cuarta en importancia dentro de la UE, una vez excluido el Reino Unido tras el *brexit*. Su producción es la quinta parte de la alemana, y la mitad de la italiana, que ocupa el segundo lugar, y solo supera ligeramente a la irlandesa, que ha crecido muy rápidamente en los últimos años. La Gran Recesión alejó a las industrias españolas e italiana de la de Francia y, sobre todo, de la de Alemania.

A pesar de su pequeña dimensión comparada, la industria española ha protagonizado un notable proceso de internacionalización desde la incorporación de España a la UE en 1986, abandonando antiguas tentaciones aislacionistas, de forma que

su cuota en el comercio internacional de bienes ha crecido, y superado la que el PIB español posee en el PIB mundial, en consonancia con lo logrado por las otras grandes economías europeas⁴. La Gran Recesión impulsó este proceso de internacionalización, mediante el cual las empresas lograron compensar parcialmente el impacto negativo derivado del notable hundimiento de la demanda interna. Ello ha permitido que la importancia de la industria española en la actividad económica, medida por su peso en el valor añadido total, de un 12,4%, no se haya reducido de forma alarmante, y mantenga niveles comparables a los de otras economías, no tan elevados como en Alemania (23,2%) o Italia (16,8%), pero sí superiores a Francia (11,35%).

Con su expansión en los mercados exteriores, las empresas españolas, entre las que se encuentran más pymes que en otros países, se han insertado de forma creciente en las cadenas de valor europeas, contribuyendo así al desarrollo de la gran fábrica industrial europea. El caso del automóvil, uno de los sectores claves de exportación en España, en cuya producción nuestro país ocupa el segundo lugar en

⁴ El peso de España en las exportaciones de bienes es hoy 1,3 veces su peso en el PIB mundial, una ratio superior a la de Francia, pero no a la de Italia o Alemania.

Cuadro 1

VAB exterior incorporado en las exportaciones de automóviles de cada país

(En porcentaje)

	<i>España</i>	<i>Alemania</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Reino Unido</i>
UE-14	26,0	13,2	13,3	14,3	19,0
UE-13	3,0	4,3	2,1	4,6	4,7
Total UE	29,0	17,5	15,4	18,9	23,7
EE.UU.	2,1	2,3	4,7	1,7	3,7
Japón	1,6	1,2	0,7	0,8	2,2
China	2,1	1,6	1,2	2,0	2,9
Resto	11,2	8,8	10,3	10,5	11,9
Total	46,1	31,4	32,9	33,9	44,4

Fuente: Eurostat.

Europa, después de Alemania, ilustra bien este proceso que ahora extiende sus redes hacia Marruecos, en dónde la empresa Seat ha pasado de ser importador de *inputs* para fabricar el producto final en España a ser exportadora de *inputs* para ensamblar allí el producto final, de acuerdo con la mayor ventaja de costes de ese país en el ensamblaje (Moreno y Fernández, 2019). El comercio de *inputs* intermedios con Alemania e Italia, en particular, pero también con Francia (además del Reino Unido) es muy intenso (cuadro 1).

También lo es en otros dos sectores de gran importancia en las exportaciones e importaciones de España, los de química y alimentos, con Alemania destacando en todos los casos como principal socio comercial (Gandoy *et al.*, 2016). Este comercio tiene lugar en un porcentaje elevado entre casas matrices y filiales de las empresas multinacionales. En efecto, el gráfico 4 recoge el capital invertido por los países de la UE en la industria española, con un crecimiento notable del alemán y el británico en los últimos años⁵. El primero parece haberse debido en una pequeña parcela a la industria automovilística, pero

sobre todo, a la farmacéutica, aeronáutica y espacial, y el segundo, también en una parte pequeña a la industria automovilística, pero sobre todo a la de alimentación y bebidas.

Esto significa que la industria automovilística sigue atrayendo apoyos, pero no debe olvidarse que se enfrenta a un cambio radical como consecuencia de la apuesta por el coche eléctrico y la aparición de nuevas formas de movilidad en las ciudades. Mantener su importancia en España implica una apuesta seria de nuestro país por las nuevas tecnologías. Además, en esta industria, Alemania sigue invirtiendo en Hungría, Polonia y Rumanía.

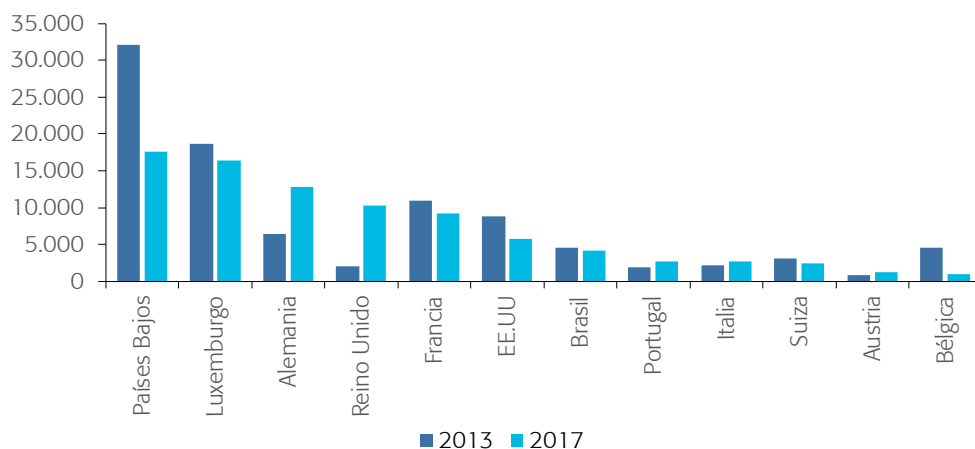
La conquista creciente de mercados exteriores para los bienes españoles ha ido acompañada también de una expansión de las exportaciones de servicios intermedios, fundamentalmente de los denominados servicios avanzados, en concreto los servicios a empresas y los de telecomunicación e información. En estos servicios, en los que también sobresalen los lazos con Francia, Alemania y el Reino Unido, España ocupa la posición 11 entre los proveedores

⁵ Parte de este crecimiento puede deberse a que previamente parte de la inversión extranjera se realizaba a través de los países de intermediación, Países Bajos y Luxemburgo.

Gráfico 4

Stock de Inversión Extranjera Directa (IED) en las manufacturas españolas

(En millones de euros)



Fuente: Eurostat.

mundiales. Son servicios con gran penetración en la producción manufacturera y con elevado impacto en los avances de la productividad de ésta (Blázquez, Díaz Mora y González, 2019)⁶.

Todos estos datos revelan una más que aceptable competitividad de la industria y la economía españolas, que, junto con la alemana, ha mostrado una destacada resistencia a la expansión del comercio exterior chino, tras la entrada del gigante asiático en la OMC.

Adicionalmente, el análisis de las potencialidades de diversificación productiva de la industria manufacturera española, siguiendo líneas de sofisticación creciente y de extensión hacia productos tecnológicamente relacionados con los que hoy forman la base de producción indica que existen muchas posibilidades de expansión en los sectores químico, de maquinaria mecánica, instrumentos científicos y ópticos y alimentación, además de las que ofrecen nuevas áreas como la inteligencia artificial, los materiales, el vehículo eléctrico, las energías renovables y

la lucha contra el cambio climático, la bioquímica, la salud, la seguridad (Álvarez y Vega, 2016).

Por consiguiente, la apuesta por la industria española merece ser redoblada ahora y con firmeza. Pero no solo por las manufacturas, sino también por los servicios estrechamente relacionados con ellas. El ascenso por la escalera de la sofisticación productiva es imprescindible. Las manufacturas españolas poseen una menor sofisticación en sus producciones que las de los países europeos tomados como referencia (Álvarez, Myro y Serrano, 2020). Aunque hasta ahora este rasgo no parece haber afectado a su expansión internacional, podría hacerlo en los próximos años, sobre todo habida cuenta de la ganancia en sofisticación de las nuevas economías industriales.

El reto de la productividad

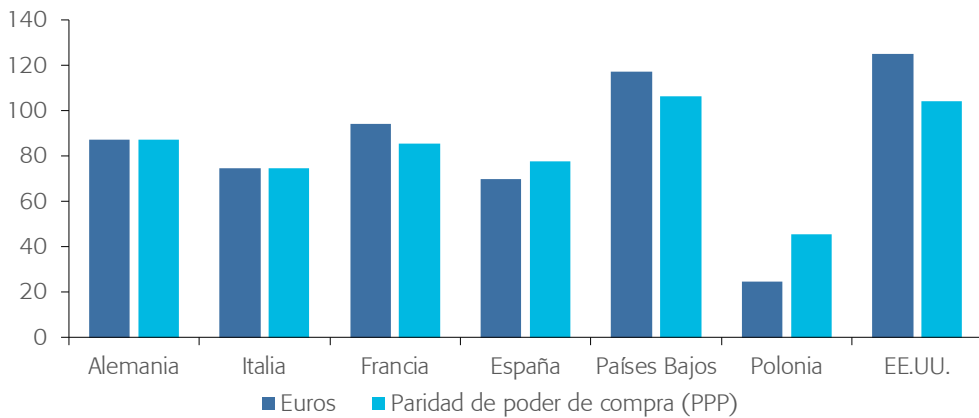
Para asegurar la materialización de esa diversificación productiva, sostener la competitividad interior y exterior de los productos e incrementar su

⁶ El comercio exterior de estos servicios ha transformado la balanza de pagos de España, pues el saldo favorable obtenido en ellos representa hoy el 2% del PIB nacional, cuando al final de la década de 1990 registraba valores ligeramente negativos.

Gráfico 5

Productividad del trabajo en 2018

(En miles de euros de 2015 por persona empleada)



Fuente: Eurostat.

sofisticación, la industria española ha de hacer frente al formidable reto que posee de productividad. Es también un reto para los principales países de la UE, pero de menor magnitud. En efecto, en 2018, medida en euros, la productividad del trabajo en España era inferior a la de Alemania, Italia y Francia, si bien ninguna de ellas alcanzaba a la de EE.UU. (gráfico 5). Además, durante los últimos años de recuperación, que también han sido de recuperación de parte del empleo perdido y de los pequeños establecimientos eliminados previamente, la productividad del trabajo no ha crecido en absoluto. En realidad, el valor que alcanza en 2018 es inferior al que tenía en 2015. Esto es algo que no ha sucedido en los demás países con los que se compara aquí.

El problema de la productividad trasciende a las manufacturas y afecta también a aquellos servicios que son claves en la competitividad de estas, lo que no ha impedido hasta ahora una rápida expansión de su producción y sus exportaciones, como se ha señalado ya con anterioridad. En realidad, el comportamiento de la eficiencia en las manufacturas españolas (medida a través de la productividad total de los factores, PTF) es sobresaliente comparado con el de los sectores de servicios, si se exceptúa el caso de los de información y comunicaciones (gráfico 6).

Las causas de este pobre comportamiento de la productividad no parecen encontrarse en una falta de capital físico, o de activos tangibles en las empresas, sino de capital humano y tecnológico, dos factores claves que en los balances de las empresas se incluyen dentro de la rúbrica general de activos intangibles. Estos activos pueden dividirse, siguiendo a Corrado *et al.* (2016) en tres clases, *software* y bases de datos, tecnología (propiedad) y competencias económicas, que incluye formación de los trabajadores, marketing, creación de marcas y activos de gestión empresarial (calidad de la gestión). En la comparación con otras economías, España destaca por el bajo peso de estos activos intangibles sobre su PIB, especialmente los de innovación y los de competencias económicas. EE.UU. se revela como el país que más activos de este tipo acumula en proporción a su producción. La situación de Italia tampoco es muy confortable, añadiéndose en este caso un menor desarrollo de la digitalización, algo que comparte con Alemania.

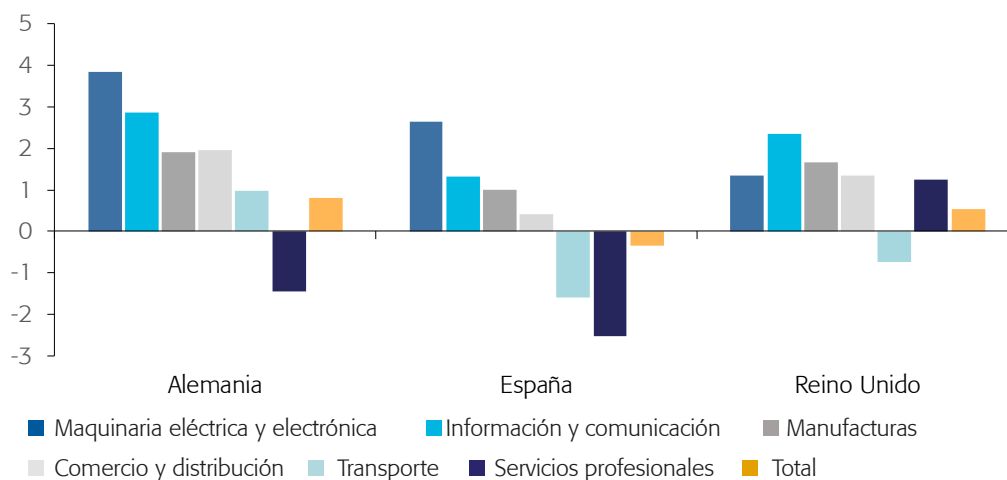
Los objetivos de la política industrial

Lo expuesto anteriormente dibuja implícitamente los objetivos de una verdadera política industrial. Su principal papel se encuentra en el fomento de los

Gráfico 6

Crecimiento de la PTF en diferentes industrias, 2001-2016

(En porcentaje)



Fuente: EUKLEMS.

activos intangibles que son claves para la competitividad de las empresas. La intervención pública se justifica porque en la producción de muchos de ellos existen externalidades de conocimiento, de información, de *learnig by doing* y de coordinación, que impiden alcanzar la producción óptima en ausencia de auxilio público.

En comparación con otras economías, España destaca por el bajo peso de los activos intangibles sobre su PIB, especialmente los de innovación y los de competencias económicas. EE.UU. se revela como el país que más activos de este tipo acumula en proporción a su producción.

En efecto, estas externalidades son muy claras en la investigación tecnológica y la innovación, dos aspectos que cobran hoy una importancia decisiva, dado que estamos ante una nueva revolución tecnológica de inusitada magnitud, conducida por los avances en la digitalización y la inteligencia artificial y por la necesidad de una lucha firme y a gran escala por la sostenibilidad medioambiental.

El papel de los gobiernos españoles en el esfuerzo tecnológico y la innovación ha sido particularmente pobre, situando a nuestro país dentro de la UE como innovador moderado, en el mismo grupo que las economías del centro y del este, por lo que parece llegado ya el momento de alterar profundamente este patrón. La política tecnológica es la política industrial fundamental para una economía avanzada como la española. En estrecha cooperación con el sector privado, las acciones gubernamentales deben adentrarse en aquellos campos de la innovación que poseen niveles de riesgo inasumibles por las empresas en solitario, insertándose de forma clara en los planes europeos, que hoy prometen ambición. El número de campos en que esto ocurre tiende a crecer al hilo de los nuevos cambios tecnológicos.

En los apoyos a la innovación, debe cuidarse el papel de las empresas medianas, definiendo éstas con un amplio criterio, quizá como las que emplean entre 150 y 1000 trabajadores, un rango superior al que se considera habitualmente en el espacio de la UE. Mientras que las empresas pequeñas acaban beneficiándose de las nuevas tecnologías con relativa facilidad, a través de las políticas de difusión tecnológica seguidas, dado que se encuentran lejos de la frontera de eficiencia, las empresas medianas, que

se encuentran más cerca de ella, requieren de un esfuerzo tecnológico de especial relieve para poder avanzar. Estas empresas desempeñan un papel fundamental en el mantenimiento de la competencia en los mercados.

La política tecnológica española debe adentrarse en aquellos campos de la innovación que poseen niveles de riesgo inasumibles por las empresas en solitario, insertándose de forma clara en los planes europeos, que hoy prometen ambición.

El *software* y las bases de datos son también intangibles con grandes externalidades positivas. El *software* posee las mismas características que cualquier otra innovación. Sus derechos de uso son difíciles de establecer, dado su carácter de bien no rival. Por consiguiente, en ausencia de apoyo público, este intangible se producirá en una cuantía inferior a la que sería conveniente para el logro de una mayor productividad.

Lo mismo puede decirse de las bases de datos, con la diferencia de que en este caso nos encontramos ante un activo con una gran potencialidad de transformación de las economías, como base del desarrollo de la inteligencia artificial (OCDE, 2015). Su explotación puede generar grandes externalidades que no son fáciles de ver *a priori*, sino que dependen de su desarrollo (*learning by doing*); por otra parte, los beneficios de la conexión y el análisis de amplias bases de datos no son claramente apropiables por quienes dedican recursos a ello. De esta forma, en ausencia de una intervención pública, las inversiones dedicadas a la creación, conexión y el análisis de los datos serán inferiores a las óptimas. Además, las grandes empresas que estén en mejores condiciones de dedicar recursos a ampliar sus bases de datos gozarán de ventajas competitivas tan elevadas que su poder de mercado tenderá a incrementarse, algo que ya ha venido sucediendo en los últimos años con el desarrollo de las denominadas *big tech companies*. Por esta razón, la Comisión Europea trata de poner actualmente en marcha un proyecto de construcción de una amplia base de datos de acceso libre, buscando para ello definir estándares en la construcción

de cada base de datos, con el fin de insertarla en la gran base común.

Finalmente, un tercer intangible que resulta clave es la formación en la empresa. En sus niveles más básicos, debe articularse con los centros de formación, lo que otorga un carácter dual al proceso formativo. Pero más allá de esta formación básica, se encuentra la formación específica que puede ofrecer o facilitar la empresa. De nuevo nos encontramos aquí con una externalidad, ya que la empresa no puede apropiarse de la formación que otorga a sus trabajadores, que pueden ofrecer sus servicios a otras empresas en el futuro. Este hecho impedirá que, en ausencia de apoyo público, la empresa forme a los trabajadores como debiera.

Aparte de favorecer el desarrollo de los intangibles mencionados, la política industrial tiene ante sí la enorme tarea de reestructurar grandes sectores con importantes economías de aglomeración y que se ven muy afectados por los objetivos de la transición energética, como el sector del automóvil (Marín, 2019), por los cambios tecnológicos, o por ambos, como toda la movilidad dentro de las ciudades y el transporte en general. Además, el espacio que se abre para la innovación en tales sectores es inmenso. España debe pues comprometerse sin más dilaciones con Alemania, Francia e Italia en el desarrollo de las baterías eléctricas y de los combustibles con emisiones cero, así como en la economía de los datos y en la inteligencia artificial.

Los obstáculos que hay que vencer

España ha encontrado hasta ahora notable dificultades para desarrollar una política industrial como la diseñada en el epígrafe anterior. Un primer motivo para ello se encuentra en la ausencia de una clara voluntad política, puesta de relieve en una dotación presupuestaria poco significativa y una estructura administrativa escasa. Un segundo motivo, quizá más importante, es que una política industrial eficaz requiere de una intensa cooperación público-privada que apenas existe. Se carece, de una parte, de una insuficiente vertebración entre las agencias públicas de las diferentes administraciones, y de ellas con las

universidades, y de otra, de una estrecha cooperación entre el sector público y privado en la definición de objetivos y en la selección de instrumentos de actuación. Estas deficiencias no solo derivan de una administración que tiende a concebirse a sí misma como pasiva, y por tanto, que interviene principalmente a expensas de las demandas individuales que recibe de las mayores empresas, sino que son también el resultado de una limitada cooperación entre las empresas y organizaciones integrantes del sector privado, de una falta de vertebración del propio tejido productivo, y de este con el mundo del saber y la ciencia, que le impide definir, de una parte, sus necesidades de ayuda desde lo público, y de otra, sus compromisos con la sociedad. Estos dos aspectos reflejan en definitiva, la debilidad de una base compartida de principios, experiencias e

Una política industrial eficaz requiere de una intensa cooperación público-privada que apenas existe. Se carece, de una parte, de una insuficiente vertebración entre las agencias públicas de las diferentes administraciones, y de ellas con las universidades, y de otra, de una estrecha cooperación entre el sector público y privado.

intereses industriales o *industrial commons*, en la terminología de Chang (2013). La reciente convocatoria por parte de la CEOE a las grandes empresas españolas para elaborar una propuesta de respuesta a la pandemia ha de ser saludada como una importante y novedosa iniciativa, debiendo esperarse de ella que no solo busque el reclamo de ayudas y la defensa de la reforma laboral de 2012, sino también que muestre compromisos serios para la reestructuración económica y disposición a una colaboración permanente con las administraciones públicas.

Consideraciones finales

La nueva política industrial que los retos tecnológicos y medioambientales demandan hoy, y el definitivo impulso que la industria española requiere para consolidarse como una industria fundamental en el marco de la UE, debe construirse sobre una

mejor articulación institucional de lo público y una mayor cercanía entre lo público y lo privado en la definición de objetivos y actuaciones, con la universidad actuando como un nodo imprescindible. Una administración bien cualificada debe perder su miedo a verse involucrada en intereses espurios cuando asume un mayor contacto con el sector privado, y debe exigir y promover una mayor cohesión entre las organizaciones integrantes de este, pidiéndole de forma incesante que formule y defina objetivos de actuación a medio y largo plazo.

Esta política ha de basarse en una administración central y administraciones autonómicas con más presupuesto y mejor dotadas técnicamente (con personas formadas en industria, mercados y finanzas) y debe multiplicar los organismos de cooperación y de conexión público-privada especializados, imitando a algunos ya existentes que funcionan bien, el ICEX, el CDTI o ENISA, y rescatando algunos de los eliminados en los últimos años (Madrid lidera la lista de cierres con IMADE y PromoMadrid). En el marco de una estrecha cercanía con las empresas, tales organismos deben ayudar a definir las perspectivas de futuro y las opciones estratégicas disponibles para cada una de las actividades manufactureras, así como contribuir a implementar las diferentes políticas, especializándose horizontalmente y, en algunas ocasiones, sectorialmente (automóvil y aeronáutica, por ejemplo).

Esta política puede recibir hoy apoyo y orientación de la reestructuración industrial que avanza en Europa. Demandada ya desde hace un par de años desde múltiples instancias, como la European Round Table for Industry (ERT), y esbozada por los gobiernos de Francia y Alemania, que en 2019 promulgaron un Manifiesto conjunto por la industrialización, y han promovido el control de las inversiones procedentes de terceros países, en defensa de la autonomía tecnológica, esta reindustrialización europea se ha visto impulsada con fuerza por la pandemia, ante los elevados riesgos de destrucción de empresas. La Comisión Europea la ha apoyado, favoreciendo la aplicación de grandes programas de sostenimiento de los ingresos empresariales, relajando las reglas de ayudas a las empresas y abriendo incluso la posibilidad a una entrada temporal del Estado en el capital de aquellas más emblemáticas.

Estamos pues ante un momento de apuesta por la industria y los sectores de servicios avanzados y España tiene que participar plenamente de ambas, tratando de acomodar su paso al de Alemania y Francia. Es el momento y no caben más dilaciones. Pero se exige un trabajo meditado y continuado durante muchos años. Se trata de poner en pie un aparato público ordenado de interrelación con las empresas industriales, bien dotado técnicamente, que no existe.

Referencias

- ÁLVAREZ, E., MYRO, R. y SERRANO, J. (2020). Complejidad económica de las exportaciones Españolas. *Información Comercial Española*, 913, pp. 125-139.
- ÁLVAREZ-LÓPEZ, M. E. y VEGA CRESPO, J. (2016). La promoción exterior. En R. Myro (dir.), *Una nueva política industrial para España*. Madrid: Consejo Económico y Social.
- BANCO DE ESPAÑA (2020). Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de Proyecciones del Eurosistema de junio de 2020.
- BLÁZQUEZ, L., DÍAZ MORA, C. y GONZALEZ, B. (2019). La servitización de las cadenas globales de valor: una aproximación a partir del análisis de redes sociales. *Cuadernos Económicos de ICE*, 50, pp. 87-114.
- CHANG, H. J., ANDREONI, A. y KUAN, M. M. (2013). International Industrial Policy experiences and the lessons for the UK, Centre for Business Research. *Working Paper*, nº 450.
- Comisión Europea (2014). For an European Industrial Renaissance. Communication from the Commission to the European Parliament (COM/2014/014 final).
- CORRADO, C., HASKEL, J., JONA-LASINIO, C. y IOMMI, M. (2016). Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth. *EIB Working Papers* 2016/08. European Investment Bank.
- GANDOY, R., DÍAZ MORA, C., CÓRCOLES, D. y GONZÁLEZ, B. (2016). Inserción en las cadenas de valor internacionales. En R. MYRO (dir.), *Una nueva política industrial para España*. Madrid: Consejo Económico y Social.
- MARIN, D. (2019). *The Case for Intelligent Industrial Policy*. Bruegel, opinion, octubre 7th.
- MORENO GARCÍA-CANO, L.O. Y FERNÁNDEZ DE BOBADILLA, A.(2019). El futuro de la relación España-Marruecos: hacia una cadena de valor euromediterránea. *Boletín Económico de ICE*, nº 3115.
- MYRO, R. (2018). La apuesta por la industria y la política industrial. En E. HUERTA y M. J. MORAL, *Innovación y competitividad: desafíos para la industria española*. Madrid: Funcas.
- OCDE (2015). *Data-driven Innovation: Big Data for Growth and Well-being*.
- PRADES, E. y TELLO, P. (2020). Heterogeneidad en el impacto económico del COVID-19 entre regiones y países del área euro. *Boletín Económico*, 2/2020. Madrid: Banco de España.
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2020). El Gran Confinamiento de la economía española, *Cuadernos de Información Económica*, 276 (mayo-junio), pp. 1-11.

Cambios en la financiación y los pagos ante el COVID-19

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

El crédito y los pagos son dos elementos esenciales de la actividad económica. La pandemia del COVID-19 ha introducido considerables perturbaciones que han propiciado cambios importantes en estas dos dimensiones en España. Por un lado, ha sido necesario lanzar programas de ayuda financiera, entre los que ha destacado el de préstamos a empresas con avales públicos. Por otro lado, tanto las transacciones con instrumentos de pago basados en papel como electrónicos se han reducido, si bien ha sido probablemente el efectivo el que más negativa y coyunturalmente se ha visto afectado. En esta nota se analizan estos cambios durante los primeros meses de incidencia de la pandemia en España, entre los que destaca el crecimiento de la financiación a empresas, con un volumen de nuevas operaciones por importe de 89.912 millones de euros entre marzo y abril, frente a 55.119 millones entre enero y febrero. Asimismo, se formulan diferentes hipótesis sobre cuánto crédito puede ser necesario y qué evolución seguirán los pagos minoristas en los próximos meses.

Situación financiera y respuesta regulatoria y supervisora

Conforme España va dejando atrás las medidas más restrictivas del confinamiento, la situación financiera se mueve entre la cautela, las dudas y la esperanza de que, de no ser precisas nuevas cuarentenas, la economía pueda acelerar su recuperación. Al mismo tiempo, el sector financiero se revela como un eje central, no solo de la reactivación

económica, sino de la propia batalla para reducir los efectos más inmediatos del COVID-19 sobre la actividad. Una tarea complicada que Garcilaso describiría como “a fuerza de brazos, romper un monte que otro no rompiera, de mil inconvenientes muy espeso”.

La realidad de los mercados en la actualidad es, en todo caso, poco dada a la lírica y la épica. Los riesgos latentes —exacerbados por el aumento de la deuda pública y privada en los últimos años— han

* CUNEF, Bangor University y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

debido enfriarse con acciones monetarias (aún más) expansivas. El 4 de junio, el Banco Central Europeo (BCE) anunció la ampliación de su Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP, por sus siglas en inglés) en 600.000 millones, prolongando su duración, al menos, hasta junio de 2021. El BCE señaló que reinvertirá la deuda que venza bajo el PEPP, como mínimo, hasta finales de 2022. Estas acciones fueron bien recibidas por las bolsas que, además, divisaban a principios de junio una posible generalización de medidas de apertura en Europa. Sin embargo, estas noticias se han entremezclado en las últimas semanas con el temor a nuevos rebrotes y a la dificultad que existe para favorecer la movilidad entre Estados miembros de la Unión Europea (UE) y con terceros países. Sea como fuere, las facilidades monetarias han permitido que los flujos de liquidez en el Eurosistema se mantengan inmunizados a los efectos del COVID-19. De hecho, la financiación que las entidades financieras han recibido del BCE había aumentado en el entorno del 1% mensual entre enero y marzo, pero creció un 4,3% en abril y un 5,1% en mayo.

Como se señaló en el número anterior de esta revista (Carbó Valverde y Rodríguez Fernández, 2020), se aprecia también un notable esfuerzo entre los distintos países de la UE para combatir los efectos del COVID-19 mediante programas de financiación y de apoyo a la solvencia. En cualquier caso, con dotaciones desiguales y también con proporciones heterogéneas de programas de liquidez y de refuerzo del capital empresarial. En España, el programa de mayor cuantía ha sido el de financiación con avales del Instituto de Crédito Oficial (ICO). En el mes de junio, se completó la activación de los cinco tramos de esta línea. Con información a 1 de junio, se habían concedido 35.284 millones de euros a pymes y autónomos y 12.965 millones de euros a otras empresas. Se habían financiado un total de 63.144 millones de euros. A efectos comparativos, en abril y mayo de 2019 se habían concedido 57.184 millones de euros, lo que sugiere que la financiación articulada en 2020 está siendo mayor que la que se daría sin la incertidumbre del coronavirus. El 16 de junio se activó el quinto y último tramo de la línea de avales para empresas y autónomos por un importe de 15.500 millones de euros y con

prioridad para autónomos y pymes, y empresas de los sectores de turismo y automoción.

Es difícil, en todo caso, pensar que los efectos económicos del COVID-19 serán de impacto y duración muy limitados y que, por lo tanto, la financiación extraordinaria no será necesaria en los próximos meses. En este sentido, esta nota trata de abordar la pregunta de cuánto crédito es suficiente para aliviar el impacto del coronavirus y propiciar la recuperación económica. Por otro lado, se tratan también cuestiones de índole más microeconómica y relacionadas con el comportamiento financiero de los ciudadanos durante la pandemia. En particular, cómo ha podido afectar el COVID-19 al modo en que pagan los españoles y la polémica surgida en torno a la conveniencia de usar medios de pago electrónicos en detrimento del efectivo.

¿Cuánto crédito es suficiente?

Responder a la pregunta de cuánto crédito sería suficiente presenta algunas limitaciones, sobre todo de naturaleza interpretativa. En primer lugar, la financiación puede servir a las empresas como “puente” para cubrir gastos durante el período de inactividad forzosa, pero nunca suplir a la actividad en sí. En este sentido, un número de empresas importantes que ya venían arrastrando problemas de viabilidad no podrán sobrevivir a los efectos de las medidas de confinamiento y la financiación no va a resolver sus problemas. Por razones similares, el “éxito” relativo de los préstamos concedidos a empresas depende también de forma crucial de que no se produzcan nuevos rebrotes que impliquen nuevas paralizaciones parciales o totales de actividad, ya que las posibilidades de apalancamiento de muchas empresas no pueden comprometer su solvencia. Por otro lado, es difícil establecer el contrafactual de cuánto es suficiente para cubrir las necesidades de liquidez de las empresas. Así, si se llega a una financiación atribuible a medidas extraordinarias por el COVID-19 de 100.000 millones de euros (importe total estimado del programa de avales) se estaría cubriendo en torno al 30% de las nuevas operaciones de crédito que precisaron las empresas españolas en 2019. Sin embargo, hay que tener en cuenta que es esperable

que la abrumadora mayoría de estos fondos se empleen para cubrir la ausencia de ingresos y gastos urgentes y no para inversión. Una aproximación transversal sería la de la relación entre demanda y oferta de financiación durante el período de incidencia de la pandemia y los meses posteriores. Aunque no existe una estadística oficial al respecto, hay evidencia anecdótica de distintas entidades financieras españolas que han señalado que la demanda de financiación (del programa del ICO y otros préstamos estándar) habría superado significativamente a la oferta. Por otro lado, la demanda de crédito ha estado en buena parte instrumentada por la propia existencia de avales y condiciones favorables de financiación por lo que, si se instrumentasen nuevos tramos (más allá de los que ahora acaban), se podría comprobar hasta qué punto la necesidad de crédito persiste.

Algunos datos recientes permiten comprobar este aumento significativo de la financiación a empresas durante los meses de marzo y abril (últimos disponibles con una incidencia parcial o total del COVID-19). En la parte superior del gráfico 1 se muestra la variación interanual de la financiación a

hogares y empresas españolas. En el caso de las economías domésticas, sus créditos cayeron algo en marzo (0,2% interanual) respecto a los meses anteriores, pero se recuperaron en abril (0,6%). Para las empresas –donde se instrumenta el grueso de

Si se llega a una financiación atribuible a medidas extraordinarias por el COVID-19 de 100.000 millones de euros, se estaría cubriendo en torno al 30% de las nuevas operaciones de crédito que precisaron las empresas españolas en 2019. Sin embargo, la mayoría de estos fondos se están empleando para cubrir la ausencia de ingresos y gastos urgentes y no para inversión.

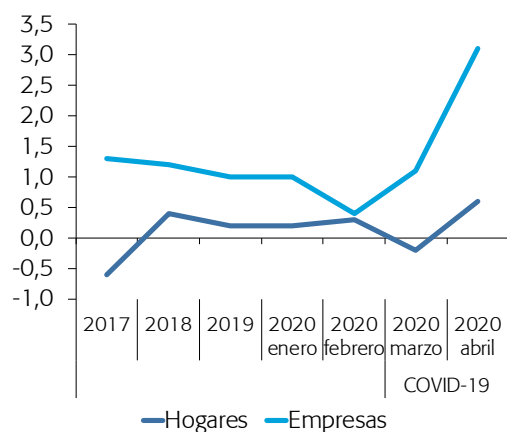
las acciones público-privadas– la variación interanual había sido del 1% en enero y 0,4% en febrero, pero subió al 1,1% en marzo y al 3,1% en abril. En el panel inferior se muestra el importe de las nuevas operaciones concedidas a empresas: mientras que la suma de enero y febrero ascendió a 55.119 millones de euros, la suma de marzo y abril supuso un aumento considerable, llegando a 89.912 millones de euros.

Gráfico 1

Financiación a hogares y empresas

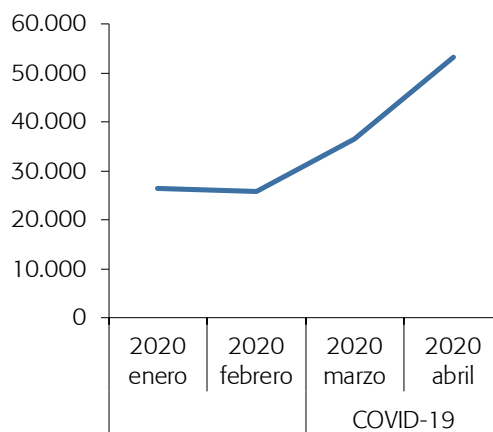
a - Variación interanual

(En porcentaje)



b - Importe de nuevas operaciones de financiación a empresas

(En millones de euros)

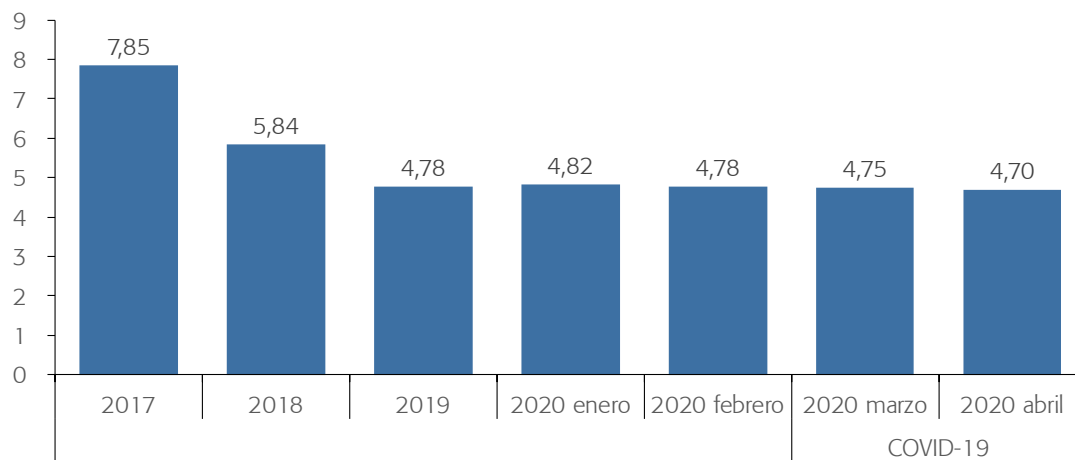


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2

Ratio de morosidad de las entidades de depósito

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Aunque buena parte de la financiación concedida cuenta con el aval compartido del ICO y de las instituciones financieras prestamistas, un límite

la capacidad para reducirla en un corto espacio de tiempo dependerán, de forma importante, de la posibilidad de que se produzcan nuevos rebrotes y de su grado de incidencia en la economía.

Con los últimos datos disponibles, a mes de abril, la ratio de morosidad se mantenía en el 4,80%, por debajo del 4,75% de marzo y del 4,78% de febrero. Es previsible que los aumentos más considerables de los préstamos dudosos se produzcan a partir del verano.

natural a los nuevos créditos es un adecuado control del riesgo. En este sentido, la morosidad bancaria aumentará previsiblemente en los próximos meses en la medida en que lo hagan algunos de sus factores explicativos más importantes, entre los que destaca el desempleo. Con los últimos datos, a mes de abril, esa ratio de morosidad (gráfico 2) se mantenía en el 4,80%, por debajo del 4,75% de marzo y del 4,78% de febrero. Es previsible que los aumentos más considerables de los préstamos dudosos se produzcan a partir del verano. Los avales públicos a estos créditos que entren en mora implicarán también efectos negativos en las finanzas públicas. En todo caso, el aumento final de la morosidad y

Pagar en tiempos de cuarentena... y más allá

Como se ha mostrado en el apartado precedente, la mayor preocupación desde la perspectiva financiera durante la pandemia se está concentrando en la financiación y viabilidad empresarial. En esta y otras dimensiones, las políticas públicas y estrategias privadas no dejan de ser, en cierta medida, un experimento social sin precedentes cuyo impacto aún no conocemos. Para los hogares, no obstante, tal vez uno de los experimentos financieros más significativos frente al COVID-19 se ha referido a algo tan básico y trascendental a la vez como es cómo pagar. En particular, entre los rumores y confusiones que se desataron ante un acontecimiento sobrenvenido de esta magnitud, destacaron de forma muy temprana aquellos que se referían a la importancia de usar medios de pago electrónicos en lugar de efectivo por cuestiones de higiene. No obstante, han sido

muchos las autoridades monetarias (BCE y Banco de España incluidos) que han señalado lo infundido de esas apreciaciones. De forma también explícita, el Banco de Pagos Internacionales (BIS) señaló el pasado mes de abril en su boletín número 3 (*Covid-19, cash, and the future of payments*) que la evidencia científica sugiere que la transmisión del virus por medio de billetes es muy reducida “en comparación a otros objetos que tocamos frecuentemente, incluidas las terminales de pago con tarjeta o PIN” (Auer, Cornelli y Frost, 2020). De hecho, los coronavirus pueden sobrevivir en una superficie de acero inoxidable de diez a cien veces más tiempo que en nuestros billetes en fibras de algodón.

Señalaba el BIS también que, aunque se avance hacia los pagos digitales, muchos consumidores necesitan usar efectivo y debe permitírsele sin problemas. Esta última es, tal vez, la apreciación más relevante desde el punto de vista de qué puede pasar con los pagos minoristas tras el COVID-19. Por un lado, el cambio generacional y el impulso tecnológico apuntan a largo plazo a un mayor uso de medios de pago electrónicos. Por otro, todo medio de pago parece tener utilidad y ventajas propias. Muchos ciudadanos siguen prefiriendo pagar

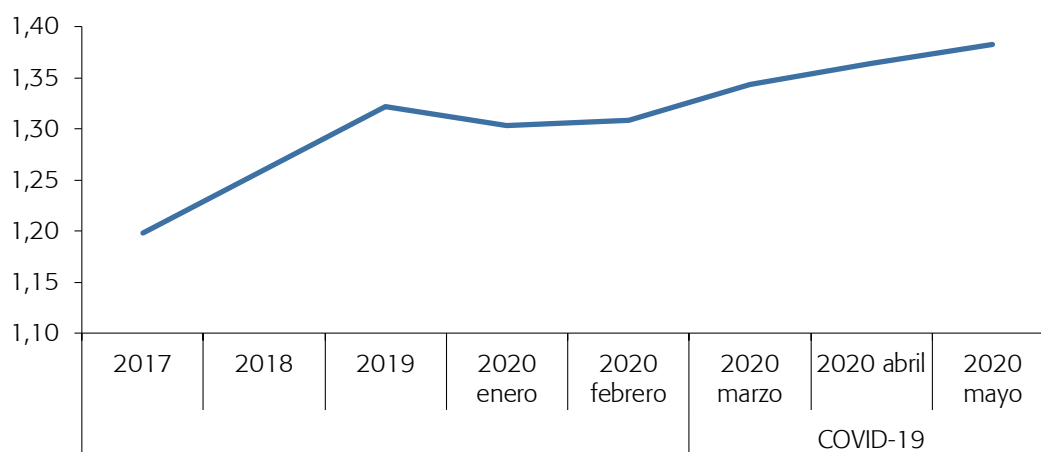
con efectivo y, ante algunas iniciativas recientes para limitarlo de forma obligatoria en algunos países europeos, el BCE ha salido al paso señalando que es dinero de curso legal que no puede prohibirse, especialmente teniendo en cuenta la dependencia del mismo para los pagos de una proporción importante de la población. En España, el Banco de España (2019) publicó su última encuesta de preferencias sobre medios de pago en 2018, señalando que “el 53% de los ciudadanos manifiesta que utiliza el efectivo como medio de pago más habitual (un 57% en municipios pequeños), mientras que el 43% muestra preferencia por el uso de la tarjeta de débito.”

En todo caso, cabe cuestionarse si el COVID-19 habrá provocado un cambio significativo y permanente en las preferencias de pago de parte de la población. Habrá que esperar un tiempo para, con el diseño empírico adecuado, comprobar estas cuestiones. Entre tanto, la evidencia no parece aportar información en esa dirección de forma concluyente. En primer lugar, en la eurozona, el valor de los billetes y monedas en circulación (gráfico 3) ha aumentado en los últimos meses, en particular en aquellos de incidencia del COVID-19 (entre marzo y mayo). Así,

Gráfico 3

Billetes y monedas en circulación en la eurozona

(Valor en billones de euros)

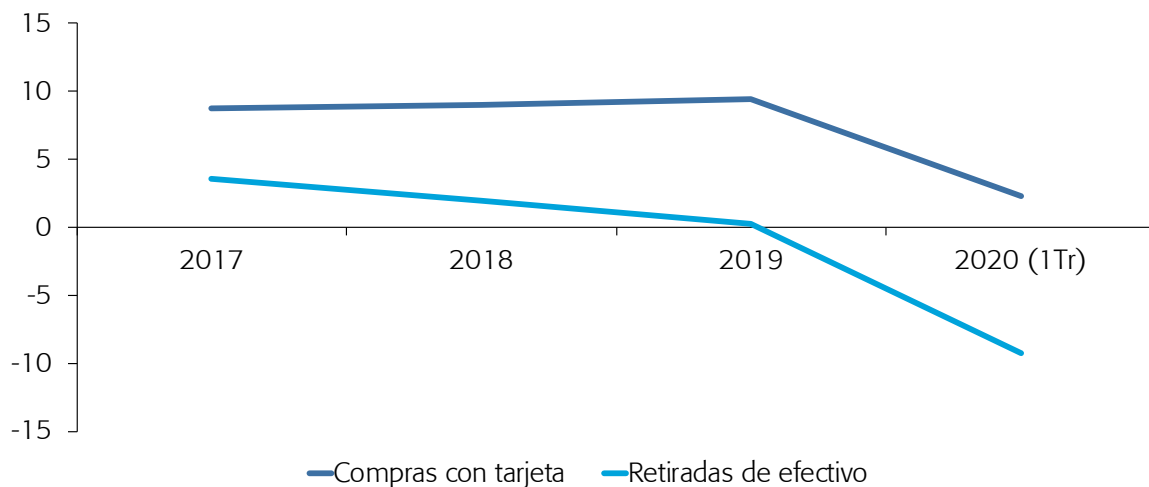


Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 4

Compras con tarjeta en terminal en punto de venta y retiradas de efectivo

(Tasa de variación interanual, en porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

estos billetes y monedas en circulación pasaron de 1,30 billones de euros en enero a 1,38 billones de euros en mayo.

Cabe plantearse si el COVID-19 ha provocado un cambio significativo y permanente en las preferencias de pago de parte de la población. Habrá que esperar un tiempo para, con el diseño empírico adecuado, comprobar estas cuestiones. Entre tanto, la evidencia no parece aportar información en esa dirección de forma concluyente.

En todo caso, una cosa es el dinero en circulación y otra el medio con el que se realicen de forma efectiva las transacciones. En España, los últimos datos sugieren que, con el confinamiento, se ha producido una reducción importante en el uso de medios de pago en general. Como se muestra en el gráfico 4, con datos del Banco de España, la variación interanual del valor de las retiradas de efectivo en cajeros, que fue del 0,2% en 2019, cayó un 9,3% en abril. Por otro lado, las operaciones con tarjeta en terminales en puntos de venta, que en 2019

creció un 9,4%, redujo su crecimiento en el primer trimestre de 2020 hasta el 2,3%. Será preciso esperar, al menos hasta una cierta normalización de la actividad económica y social, para comprobar si hay un cambio en las tendencias que venían produciéndose en el uso de estos instrumentos de pago con anterioridad a la pandemia.

Reflexiones finales

Con el COVID-19 se está viviendo una de las más grandes perturbaciones socioeconómicas de las últimas décadas. Para el hogares y empresas, cuestiones tan habituales en el comportamiento como financiarse o hacer pagos se han visto profundamente afectadas.

En el ámbito crediticio, la instrumentación de programas público-privados ha permitido proveer liquidez indispensable para poder mantener a flote muchos negocios, si bien es difícil determinar cuál será la suficiencia de estas medidas a medio plazo. Todo parece apuntar a que serán precisas nuevas acciones y la prolongación de los programas

actualmente en vigor, destacando el de préstamos con avales del ICO.

En lo que respecta a los pagos, el coronavirus ha proporcionado un ambiente en el que el distanciamiento ha hecho especialmente factibles las transacciones electrónicas sin contacto. Sin embargo, también se ha puesto de manifiesto que gran parte de la sociedad necesita o prefiere aún pagar con efectivo e imponer restricciones a su uso puede causar exclusión financiera y problemas en actividades básicas de las economías domésticas.

Lo que parece indiscutible es que el COVID-19 ha supuesto un cambio exógeno del que la investigación económica puede aprender muchas cosas. En el ámbito del crédito y los pagos minoristas proliferarán en los próximos meses y años, numerosas investigaciones que mostrarán no solo qué ha podido cambiar con el coronavirus o qué políticas públicas y estrategias bancarias son más adecuadas,

sino si esta pandemia ha causado, por sí sola, cambios estructurales en estas actividades financieras básicas.

Referencias

- AUER, R., CORNELLI, G. y FROST, J. (2020). Covid-19, cash, and the future of payments. *BIS Bulletin*, 3, abril. Disponible en: <https://www.bis.org/publ/bisbull03.pdf>
- BANCO DE ESPAÑA (2019). *La encuesta nacional sobre el efectivo del Banco de España, Resultados 2018*. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/BilletesYMonedas/ficheros/Encuesta_nacional_sobre_el_efectivo.pdf
- CARBÓ VALVERDE, S. y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2020). Ayudas a la financiación ante el COVID-19: marco temporal y suficiencia, *Cuadernos de Información Económica*, 276 (mayo-junio), pp. 13-21. Disponible en: http://www.funcas.es/publicaciones_new/publicaciones.aspx

Valoración bursátil de la banca en el marco del COVID-19

Ángel Berges, Marta Alberni y Diego Aires*

La valoración bursátil de los bancos se ha visto afectada de forma muy intensa por la elevada incertidumbre desatada en el marco de la crisis asociada al COVID-19. Así, en las semanas más duras de la crisis, la banca registraba un comportamiento mucho más adverso que el conjunto del mercado, en coherencia con su caracterización de sector altamente cíclico, que sufre mucho más que el conjunto en fases de fuertes caídas, pero que también recupera más rápido en fases de mejora, como ha ocurrido en las últimas semanas. Adicionalmente, la prudencia que los bancos han mostrado en la presentación de resultados del primer trimestre de 2020, con una muy elevada dotación extraordinaria de provisiones, que actúe como colchón de deterioros futuros en sus carteras crediticias, ha sido percibida por el mercado de forma positiva, valorando más a aquellas entidades que más dotación de provisiones han realizado.

Antecedentes

La perspectiva de severas consecuencias económicas derivadas del confinamiento decretado para frenar la pandemia generaba, ya en las primeras semanas de dicho confinamiento, importantes caídas en los mercados bursátiles, afectando especialmente a las valoraciones del sector bancario en todo el mundo, pero especialmente en Europa. Con ellas se aceleraba la pérdida de valor de un sector que llevaba tres años sufriendo en bolsa, en un contexto claramente marcado por un crecimiento prácticamente nulo del negocio y unos márgenes presionados a la baja por un escenario de tipos de interés cero o negativos que, en conjunto, dificultan cada

vez más la generación de rentabilidad por encima del coste de capital (Berges, Pelayo y Rojas, 2018).

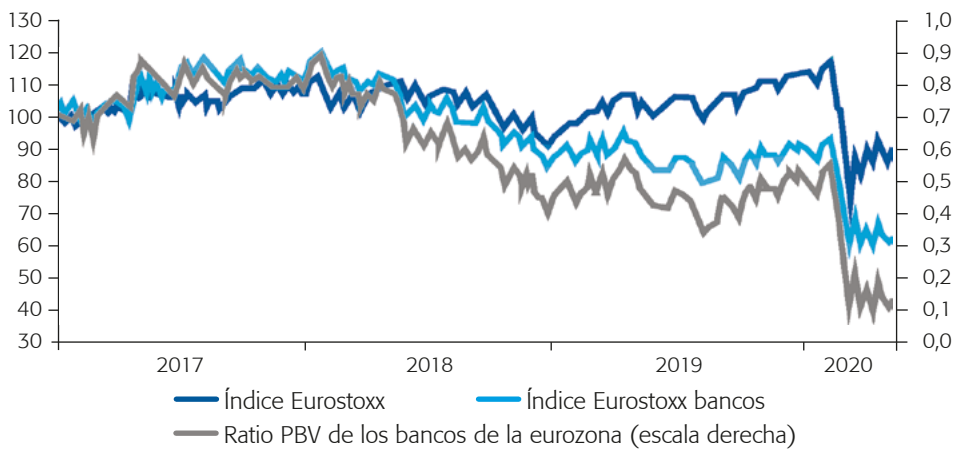
El gráfico 1 pone de manifiesto cómo, de forma ininterrumpida durante cerca de tres años, el índice Eurostoxx correspondiente a los bancos ha tenido un comportamiento diferencial muy desfavorable frente a ese mismo índice en su componente general. En concreto, tomando como base el inicio de 2017 y sin considerar todavía el efecto negativo producido por el COVID-19, el índice general mostraba un crecimiento de casi el 20% en los últimos tres años, mientras que el comportamiento del agregado de los bancos era prácticamente el opuesto, reflejando unas pérdidas de valor de casi el 20%.

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Valoración relativa de los bancos europeos frente al conjunto del mercado (Eurostoxx, Eurostoxx bancos y ratio price to value de bancos)

(2 de enero 2017-19 mayo de 2020. Índice: 2 de enero de 2017=100; múltiplos)



Fuente: Financial Stability Review (BCE).

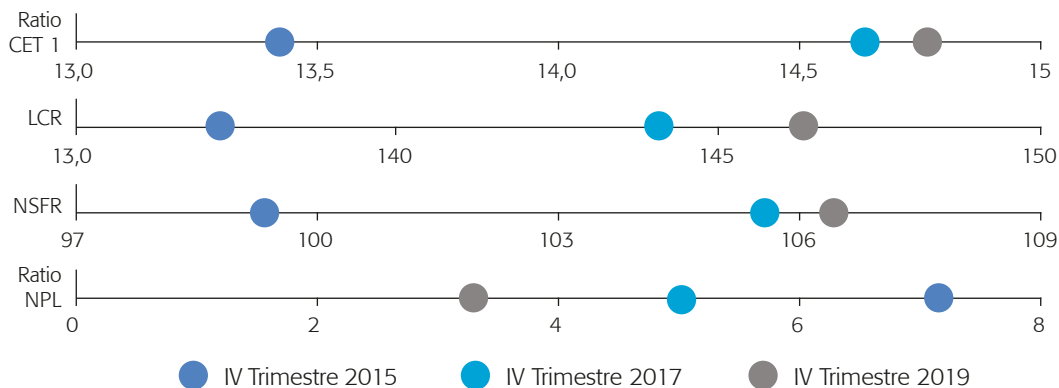
Ese adverso comportamiento en bolsa contrasta con la clara mejoría observada en los principales parámetros del sector, tal y como resalta el Banco Central Europeo (BCE, 2020) en su reciente *Informe de Estabilidad Financiera*. Los bancos de la eurozona han mostrado durante dicho periodo una clara tendencia al alza tanto de los niveles de solvencia

como de liquidez. Al mismo tiempo, se ha producido un notable saneamiento de los balances bancarios, mejorando así la calidad de los activos, lo cual dota al sector de un importante colchón que le permitirá afrontar en mejores condiciones que en crisis anteriores el parón de la actividad económica propiciado por la pandemia.

Gráfico 2

Solvencia, liquidez y calidad de activos en la banca europea

(En porcentaje)

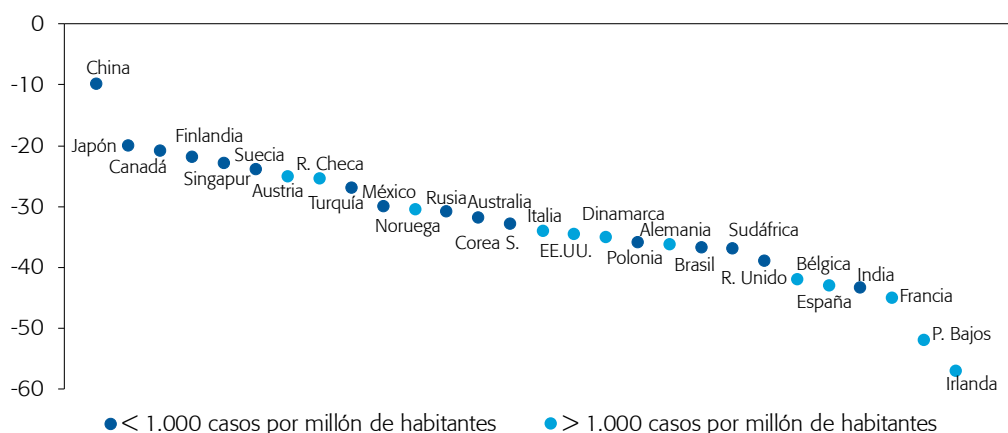


Fuente: Financial Stability Review (BCE).

Gráfico 3

Caídas de valor de los bancos, en función del ritmo de contagio (COVID-19)

(En porcentaje)

Fuente: *Global Financial Stability Report (FMI) y Afi.***Las medidas para frenar la pandemia aceleran las caídas en los mercados**

Es en este escenario de caídas de valoración en el sector, al mismo tiempo que se producían mejoras en materia de solvencia y liquidez, en el que tiene lugar el estallido de la crisis del COVID-19. Sin duda, una crisis inédita y sobrevenida con un elevado nivel de incertidumbre en cuanto a su intensidad y duración que, unida a la proclividad propia del negocio bancario, sitúa a la banca como un sector especialmente expuesto al impacto negativo de la crisis económica, a pesar de los colchones construidos en los últimos años

Esta peculiaridad de la crisis se ve reflejada en datos como los proporcionados en el gráfico 3, extraído del *Global Financial Stability Report (FMI, 2020)*, donde se puede ver cómo la intensidad del daño causado en el sistema bancario de cada país guarda cierta proporcionalidad con la rapidez en la propagación de la pandemia. Sin embargo, más allá de abordar la discriminación entre países, que debe ser considerada de manera preliminar —pues algunos de los que en dicho gráfico aparecían como menos afectados por la pandemia han visto posteriormente acelerar su tasa de contagio—, lo cierto es

que las caídas de valor han sido generalizadas en los sistemas bancarios de todo el mundo.

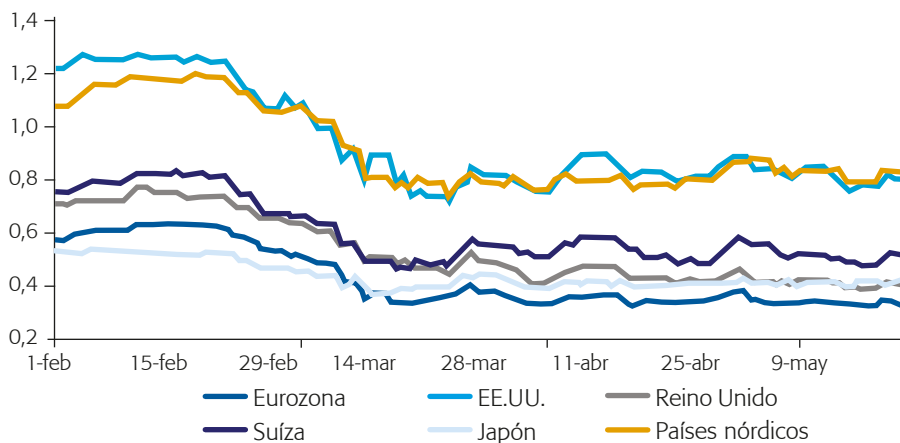
La crisis asociada al COVID-19 ha desencadenado caídas significativas en la valoración del sistema bancario. En el caso de la eurozona, esta caída ha sido mayor que en el agregado de sectores a pesar del fortalecimiento en términos de solvencia, liquidez y calidad de activos de los últimos años.

Dichas caídas de valor han presionado fuertemente a la baja las ratios de valoración, en concreto, la ratio que relaciona el valor de mercado de la entidad con su valor contable (*Price-to-book*, o *PBV*). Como pone de manifiesto el gráfico 4, la crisis desencadenada a raíz de la pandemia ha castigado aún más a la banca europea, la cual ya presentaba unas ratios de valoración muy reducidas y de manera generalizada por debajo de 1. Sin embargo, dicho gráfico nos permite extraer una observación adicional que, aunque pueda parecer una mera curiosidad, reviste una importante carga simbólica. Desde mediados de marzo, coincidiendo con el

Gráfico 4

Valoración relativa (*price to book*) en diferentes sistemas bancarios

(1 de febrero al 20 de mayo de 2020. Ratio)



Fuente: *Financial Stability Review* (BCE).

claro reconocimiento de pandemia global, los sistemas bancarios de Estados Unidos y de los países nórdicos (Dinamarca, Noruega y Suecia), que eran los únicos en el mundo que hasta entonces cotizaban con una ratio PBV por encima de la unidad, cruzaban dicha línea a la baja, de tal manera que, desde ese momento, coincidente con la declaración de la pandemia, todos los sistemas bancarios del mundo son valorados por debajo de su valor en libros.

Recuperación diferencial del sector bancario frente al resto de sectores

Los casi tres meses transcurridos desde la percepción de que la crisis sanitaria iba a desembocar en una crisis económica sin precedentes –por la respuesta centrada en confinamientos generalizados– han dado lugar a varias fases alternativas en cuanto a la actitud de los mercados bursátiles (las denominadas *risk-on* y *risk-off*), con evidentes implicaciones para la valoración del sector bancario, cuyo comportamiento siempre es más volátil que el del mercado en su conjunto (los “betas” bancarios oscilan entre 1,4 y 1,6). En concreto, las fuertes caídas presenciadas en el mes de marzo se han alternado con una importante recuperación en el mes de abril,

a la que ha seguido una recaída en la primera mitad de mayo, que precedió a una fuerte recuperación desde entonces.

La coordinación entre la política monetaria y la política fiscal, ambas diseñadas con el propósito de estimular la economía, unida a la mejora en las expectativas sobre la obtención de una vacuna y a la percepción de que la pandemia se está controlando, están detrás de las distintas fases de recuperación que han tenido lugar en los mercados bursátiles desde marzo.

La intensa tendencia al alza que se ha vivido desde los momentos más críticos de marzo y hasta inicios del mes de junio se debe, fundamentalmente, a tres factores:

- El primer factor es el arsenal de políticas económicas implementadas para combatir el *shock* macroeconómico negativo introducido por la pandemia. En términos de política monetaria, los principales bancos centrales del mundo no han dudado, desde el primer momento

Cuadro 1

Comportamiento diferencial de los bancos en caídas y en recuperación

(En porcentaje)

	<i>Europa (Eurostoxx)</i>		<i>España (IBEX)</i>	
	<i>General</i>	<i>Bancos</i>	<i>General</i>	<i>Bancos</i>
Máxima caída	-38	-56	-39	-52
Recuperación reciente	9	26	6	13

Fuente: Factset, Afi.

y de una forma muy ágil (al contrario de lo ocurrido en otras crisis), en poner en marcha políticas monetarias expansivas tanto convencionales (bajada de tipos en Estados Unidos) como no convencionales, evitando así la aparición de crisis de liquidez que dificulten la financiación de la economía real. En términos de política fiscal, la gran mayoría de economías han aprobado medidas de estímulo (de distinta naturaleza e intensidad en cada país), con el objetivo de amortiguar los efectos negativos de la crisis, mientras que, en el caso de Europa, ha habido un claro avance en la conformación de un Plan de Recuperación paneuropeo, que incorpore por primera vez subvenciones y no solo préstamos.

- El segundo factor tiene que ver con los avances en la investigación conducente a una vacuna frente al virus, lo que reduce la probabilidad que descuenta el mercado de que se den nuevos rebrotes que vuelvan a paralizar la economía.
- Finalmente, existe un tercer factor relacionado con el efecto positivo que han manifestado las medidas de confinamiento, pasando a una situación de mayor control de la pandemia en gran parte del mundo. Esto está permitiendo la aceleración de la desescalada hacia la “nueva normalidad” en las principales economías, lo cual es un mensaje claramente positivo para los mercados, aun a riesgo de que surjan nuevos rebrotes.

Sea cual fuere la importancia relativa de cada uno de esos factores, lo cierto es que en la recuperación bursátil generalizada que se registró hasta el mes de junio, los bancos lo han hecho sustancialmente mejor que el agregado sectorial, tanto en España como en Europa, de forma simétrica a su peor comportamiento relativo en las fases de caída (cuadro 1).

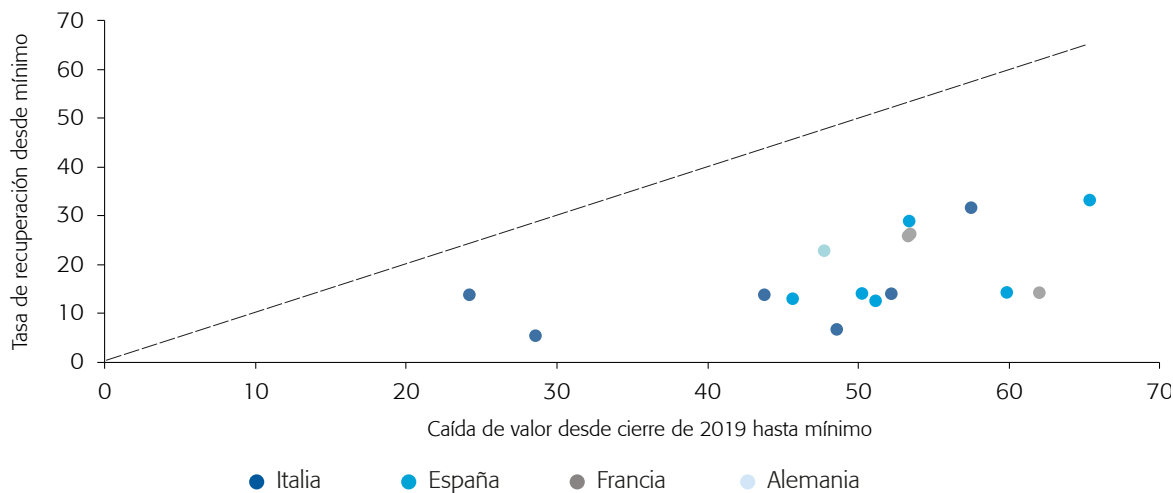
Ese mismo ejercicio, realizado de forma desagregada, para una muestra de bancos europeos (españoles entre ellos), permite analizar la dispersión existente en las caídas bursátiles y en las tasas de recuperación. En el gráfico 5 se compara la caída máxima en la capitalización bursátil entre el cierre del año 2019 y los peores momentos de la crisis pandémica, que osciló entre 30% y 70% (eje horizontal), con la recuperación desde mínimos, medida en porcentaje, no sobre el valor mínimo sino sobre el máximo previo a la caída (eje vertical).

El gráfico 5 permite comprobar que aquellos bancos que fueron castigados con unas mayores caídas en su valoración, son los que han registrado también mayores tasas de recuperación. En otras palabras, se puede establecer que el porcentaje de recuperación guarda una cierta relación con el de caída previa, en una especie de “corrección de excesos”. Sin embargo, el gráfico deja entrever un hecho de mayor relevancia: todos los puntos del gráfico de dispersión están por debajo de la diagonal, lo que indica que las entidades analizadas aún no se han recuperado por completo de los estragos ocasionados por la pandemia en términos de valoración bursátil.

Gráfico 5

Caída y recuperación en la capitalización bursátil de la banca europea

(En porcentaje sobre el máximo previo a la caída)



Fuentes: SNL, Factset, Afi.

Recuperación bursátil y provisiones en el primer trimestre

Con el propósito de complementar el análisis sobre la recuperación registrada en los bancos europeos y españoles, se presenta a continuación un ejercicio adicional en el que se estudia la relación existente entre dichas tasas de recuperación y el grado de prudencia con el que las distintas entidades han encarado la eclosión del COVID-19, a través del nivel de saneamiento dotado en las cuentas de resultados del primer trimestre de 2020.

El análisis de las presentaciones de resultados de las entidades bancarias en el primer trimestre del año pone de manifiesto que la banca (incluida la española) ha seguido una estrategia claramente de prudencia. Recurriendo a la expresión coloquial de “ponerse la venda antes que la herida”, se podría decir que las entidades la han llevado a la práctica realizando un importante esfuerzo de anticipación en términos de dotaciones de pérdidas por deterioro en el primer trimestre de 2020. En el caso concreto de la banca española, dichas dotaciones comparadas con el nivel medio dotado en los cuatro trimestres de 2019, permiten concluir que el importe

dotado se ha duplicado en el primer trimestre del año ante el contexto de elevada incertidumbre que nos rodea, en el cual los modelos tradicionales de riesgo de crédito pueden quedarse incompletos.

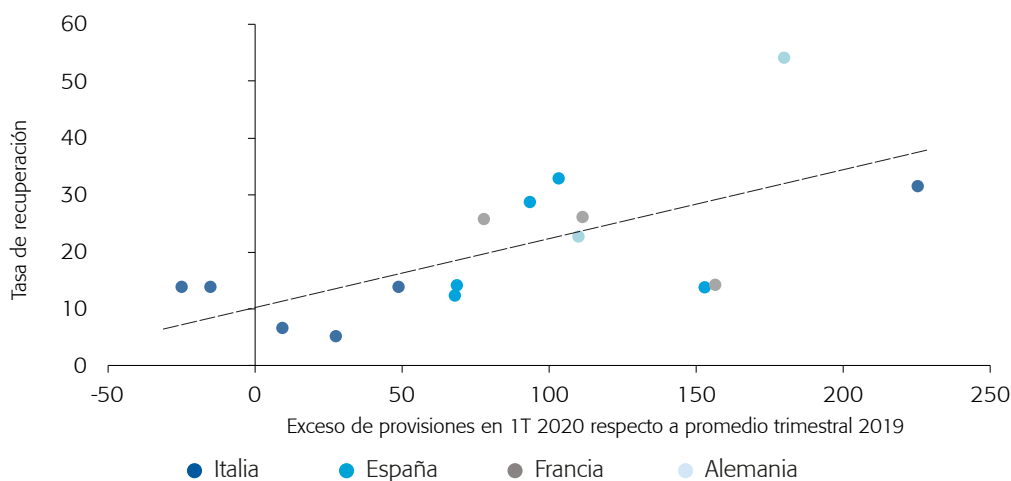
Pues bien, en dicho contexto cabe plantearse en qué medida el mercado bursátil ha “premiado” a aquellas entidades que han realizado mayores esfuerzos relativos de saneamiento. Para ello, el gráfico 6 presenta, para una amplia muestra de bancos europeos y españoles: en el eje vertical, su porcentaje de recuperación tras los mínimos; y en el eje horizontal, el exceso de sus provisiones realizadas en el primer trimestre de 2020 (en porcentaje) sobre las realizadas en media trimestral durante 2019.

En el gráfico 6 se observa que existe una relación claramente positiva entre el nivel de saneamiento dotado por los bancos y su recuperación en el mercado bursátil: el mercado ha premiado la prudencia, de modo que aquellos bancos que han reconocido un mayor nivel de provisiones en sus cuentas de resultados han experimentado también un comportamiento más favorable en el mercado. Si esa relación fuese generalizable, tanto entre entidades como en los próximos periodos (trimestres) de publicación de estados financieros, estaríamos justo

Gráfico 6

Recuperación bursátil: relación con esfuerzo de provisiones

(En porcentaje)



Fuentes: SNL, Factset, Afi.

en la antítesis de lo ocurrido en la crisis financiera de 2008-2012, cuando la percepción fue que el sistema bancario era mucho más lento que otros a la hora de reconocer el deterioro de sus activos.

Conclusiones

Como se ha puesto de manifiesto en el presente artículo, la crisis del COVID-19 ha provocado caídas en los mercados bursátiles especialmente significativas en el caso de la banca, hasta el punto de que ya ningún sistema bancario en el mundo cotiza por encima de su valor contable. Las extremadamente bajas ratios de valoración de la banca europea han forzado a las autoridades supervisoras a prohibir el pago de dividendos, facilitando la generación de capital ante la imposibilidad de recurrir a ampliaciones de capital en caso de requerirlo.

No obstante, la coordinación entre las medidas de política monetaria y fiscal y su foco puesto en el estímulo de la economía, las expectativas acerca de la obtención de una vacuna y la percepción de que la pandemia se está controlando, han propiciado el inicio de una fase de recuperación desde los peores

momentos de marzo. Esta recuperación ha sido mayor en la banca que en el conjunto agregado de los sectores, tal y como cabe esperar de un sector cíclico. Adicionalmente, como elemento diferencial, debe mencionarse que dicha recuperación ha sido mayor en los bancos que habían experimentado una caída superior ante el estallido de la crisis sanitaria y en aquellas entidades que, en un ejercicio de prudencia, reconocieron un mayor nivel de provisiones en su cuenta de resultados del primer trimestre de 2020.

Referencias

- BCE (2020). *Financial Stability Review*, may. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202005~1b75555f66.en.pdf>
- BERGES, A., PELAYO, A., ROJAS, F. (2018). Valoración bursátil y rentabilidad de los bancos: España, eurozona, Estados Unidos, *Cuadernos de Información Económica*, 264, mayo-junio, pp. 83-91. Disponible en: http://www.funcas.es/publicaciones_new/publicaciones.aspx
- FMI (2020). *Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*, abril. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020>

¿Cómo valorar los denominados criptoactivos?

Prosper Lamothe Fernández* y Prosper Lamothe López**

La valoración de criptomonedas y criptoactivos en general ha tenido un interés creciente en los últimos años y cabe pensar que dicho interés aumente conforme lo haga también este tipo de operaciones. Más allá de los indudables episodios en los que el comportamiento del mercado pudo identificar la existencia de burbujas, existen miles de individuos que creen que el bitcóin y otras criptomonedas van a constituir el próximo patrón monetario. Esto hace que inviertan una gran parte de su fortuna en criptoactivos que mantienen a largo plazo en sus carteras, con la esperanza, por una parte, de que se revaloricen y, por otra, de que no ponerlos a la venta contribuya a estabilizar su precio. El problema es que el tradicional método de valoración a través del descuento de los flujos de caja no es aplicable en este caso y debemos recurrir a valoraciones alternativas. A partir de modelos teóricos recientes, este artículo realiza un análisis de las variables críticas para determinar el valor de los criptoactivos.

La aparición de los criptoactivos

Si el lanzamiento del bitcóin supuso la entrada en escena de la primera criptomoneda, la estandarización de la tecnología *blockchain*, gracias a la aparición en 2015 de la plataforma Ethereum (con su criptomoneda *ether*) y su protocolo de *Smart Contracts (ERC20)*, ha impulsado el crecimiento de las emisiones y transacciones de criptomonedas y criptoactivos de manera exponencial. Esta expansión de activos virtuales, basada en la utilización de la tecnología de *blockchain*, se está imponiendo, no solo

en el sector económico financiero, sino en todo tipo de sectores de actividad (sanidad, educación, *real estate*, etc.).

Una criptomoneda como el bitcóin o el *ether* es un apunte contable que señala que en una dirección electrónica existe dinero. Estos apuntes se inscriben en bloques que quedan entrelazados y son validados con la resolución de un problema matemático, mediante el desarrollo y aplicación de cálculos por parte de unos terceros (mineros) que incrementan la seguridad y "enlazan" los bloques.

* Catedrático de Economía Financiera, UAM.

** Economista y socio de RHO Finanzas, S.L.

Cuadro 1

Capitalización del mercado de criptomonedas a 31-12-2019

(En dólares)

	Criptomoneda	Capitalización	Precio
1	Bitcoin (BTC)	130.580.829.150,00	7.200,2
2	Ethereum (ETH)	14.271.059.633,00	130,8
3	Ripple (XRP)	8.349.802.256,00	0,193
4	Tether (USDT)	4.107.371.140,00	1
5	Bitcoin Cash (BCH)	3.719.917.644,00	204,4
6	Litecoin (LTC)	2.679.229.284,00	42,02
7	EOS (EOS)	2.459.275.340,00	2,6
8	Binance Coin (BNB)	2.129.155.037,00	13,69
9	Bitcoin SV (BSV)	1.756.282.440,00	97,2
10	Stellar (XLM)	911.500.592,00	0,046

Fuente: Observatorio de Digitalización Financiera de Funcas.

A partir de este esquema se han desarrollado múltiples variantes de criptomonedas, pero todas responden en general a los siguientes principios:

- Redes descentralizadas: las redes de creación de criptomonedas y criptoactivos no están controladas por ninguna autoridad central. Por tanto, una autoridad central no podría jugar con la política monetaria y provocar inflación al crear más criptomonedas ni decidir retirarlas a la gente.
- Transacciones totalmente anónimas y realizables en cualquier día y a cualquier hora.
- Transparencia: la tecnología *blockchain* deja registrada y abierta a todos la historia de las transacciones.
- Costes de transacción reducidos: en principio, no hay intermediarios y las transacciones se hacen de persona a persona, son casi instantáneas y con costes de proceso muy bajos.
- Transacciones rápidas e irreversibles.

El éxito de estas criptomonedas¹ se puede verificar en el cuadro 1, en el que mostramos la capitalización a 31 de diciembre de 2019 de sus principales variantes.

Por otro lado, gracias a Ethereum, se ha podido implementar con nuevas funcionalidades a la tecnología de bitcóin y, junto con la ya mencionada estandarización de los *smart contracts* aportada por esta plataforma, se creó el caldo de cultivo perfecto para el surgimiento de otro tipo de emisiones de *tokens*, los denominados *utility tokens*. Este tipo de emisiones puede suponer un instrumento muy interesante para lograr la financiación de proyectos empresariales mediante alternativas innovadoras de acceso a los ahorradores.

La emisión de *utility tokens* es un procedimiento denominado *ICO (Initial Currency Offering)*, es decir, oferta inicial de moneda. Los *utility tokens* son unidades de valor que pueden dar a su usuario el derecho a utilizar un producto o servicio específico y que se utilizan también para dinamizar un ecosistema. Este tipo de activo ha sido utilizado históricamente en distintos contextos. Podemos poner como ejemplos las fichas de juego de los casinos o la ficha telefónica

¹ En Carbó Valverde y Rodríguez Fernández (2018) se realiza un excelente análisis de la economía de los criptoactivos.

gettone utilizada en Italia para las cabinas públicas y que en la época de la lira se utilizaba como moneda en la vida cotidiana. De hecho, su tipo de cambio a liras se fue apreciando progresivamente conforme aumentaban las tarifas telefónicas².

Por ejemplo, podría lanzarse una plataforma para competir con Netflix y financiar el desarrollo con *tokens* de utilidad que dan derecho a visualizar películas. Los poseedores pueden conservarlos hasta el comienzo del funcionamiento de la plataforma o venderlos en la plataforma *blockchain* donde están depositados. Generalmente cotizarán en la criptomoneda de la plataforma donde esté basada la emisión (por ejemplo, en *ether* si utilizan el protocolo ERC20 de Ethereum).

Según el portal de Fundera, en 2019 se lanzaron 3.782 ICOs de diferentes criptoactivos que captaron 11.400 millones de dólares, y en el periodo 2015-2019 se captaron 22.500 millones de dólares con este tipo de alternativa de financiación.

Bajo el esquema de *ICOs*, se han emitido otro tipo de *tokens* diferentes a los *tokens* de utilidad, denominados *tokens* de valor. Los *tokens* de valor, o *security tokens*, dan a su dueño el derecho de reclamar la rentabilidad de una determinada inversión. Puede ser el derecho a participar en una sociedad o plataforma, para aportar capital, compartir beneficios, ser acreedor o prestamista, etc. Sin embargo, hay que indicar que, desde que se implementaran medidas regulatorias para controlar este tipo de emisiones por distintos gobiernos, las emisiones de *security tokens* se denominan específicamente *security token offering* o *STO*. Dado que los requisitos regulatorios para emitir una *security token* son mucho más estrictos que para emitir una *utility token*, todavía podemos encontrar *ICOs* que en realidad son *STOs* encubiertas.

Según el portal de Fundera³, en 2019 se lanzaron 3.782 *ICOs* de diferentes criptoactivos que captaron 11.400 millones de dólares. Según el mismo portal, en el periodo 2015-2019 se captaron 22.500 millones de dólares con este tipo de alternativa de financiación⁴. Obviamente las cifras son modestas si las comparamos con los volúmenes de los mercados financieros tradicionales, pero estamos convencidos de que nos encontramos en el origen de este nuevo instrumento de financiación, y sea a través de *ICOs* o de *STOs* su crecimiento puede ser exponencial. En este contexto, surge obviamente la pregunta de cómo valorar estos criptoactivos.

Los diferentes enfoques de valoración de criptoactivos

La cuestión de la valoración de criptomonedas y criptoactivos en general ha tenido un interés creciente en los últimos años. Las razones son múltiples:

- Han existido fraudes frecuentes en los *ICOs*. Se estima que el 70% de estas operaciones no han sido viables.
- Muchos analistas y académicos piensan que la mayoría de los criptoactivos son versiones virtuales de los históricos bulbos de tulipán que provocaron una de las primeras burbujas de activos de la historia. Desde luego, el desplome acelerado de la cotización del bitcoin en 2018 que reflejamos en el gráfico 1, apoyaba esta teoría. La recuperación posterior nos dice que las criptomonedas no pueden ser el bulbo de tulipán del siglo XXI. Por otra parte, Benedetti y Kostovetsky (2018) en un interesante trabajo demuestran que para una muestra muy amplia de *ICOs* en el periodo de 2013 hasta abril de 2018 el beneficio promedio para los inversores fue de un 82%. Evidentemente, estos

² Un análisis interesante del *gettone* se encuentra en Peterson (2018).

³ <https://www.fundera.com/resources/ico-statistics>.

⁴ En Chen (2018) se discute el papel positivo de los *ICOs* para los emprendedores.

Gráfico 1

Evolución de la cotización del bitcóin

(En dólares)

Fuente: *blockchain.com*

rendimientos son insostenibles en el tiempo⁵. De hecho, en un interesante trabajo, Stolbov (2019) demuestra que en los periodos mayo-junio de 2017 y diciembre 2017-enero de 2018 existen indicios estadísticos de posibles burbujas en el mercado de *ICOs*. Según este autor, a partir de enero de 2018 los test realizados señalan que en el comportamiento del mercado hubo episodios de posible identificación como una burbuja.

- Se puede anticipar que estas operaciones se van a incrementar de forma notable en los próximos años.
- Existen miles de individuos denominados en el argot de la criptoconomía *hodlers*, que creen que el bitcóin y otras criptomonedas van a constituir el próximo patrón monetario. Esto hace que inviertan una gran parte de su fortuna en bitcoins y criptoactivos que mantienen a largo plazo en sus carteras, con la esperanza por una parte de que se revaloricen

mucho y, por otra, de que no ponerlos a la venta contribuya a estabilizar su precio.

En cualquier caso, se necesitan modelos de valoración de estos nuevos activos. El problema es que el tradicional método de valoración a través del descuento de los flujos de caja no es aplicable en el caso que nos ocupa y debemos enfocarnos a valoraciones alternativas.

Como indica Conley (2017), las criptomonedas no son exactamente divisas ni tampoco valores. Las criptomonedas y los *criptotokens* pueden incorporar características de ambos tipos de activos. Otros expertos los han conceptualizado como materias primas virtuales⁶.

La valoración mediante los postulados de la teoría cuantitativa del dinero

Si las criptomonedas y los *tokens* son monedas, podríamos utilizar la teoría clásica cuantitativa del dinero⁷.

⁵ En Amsden, Schweizer (2019) se aporta evidencia empírica de los factores que influyen en el riesgo de los *ICOs*.

⁶ La Commodities Futures Trading Commission ("CFTC"), autoridad federal que regula los mercados de materias primas, clasifica las criptomonedas como materias primas y regula su negociación.

⁷ Esta aplicación se aporta también en Burniske (2018) y Chun Wei y You(2018),

Recordamos que la teoría cuantitativa del dinero intenta explicar la relación existente entre la oferta monetaria, el nivel de precios y la actividad productiva. La teoría parte de una identidad, la ecuación de cambio, según la cual el valor de las transacciones que se realizan en una economía ha de ser igual a la cantidad de dinero existente por el número de veces que el dinero cambia de manos, variable que se denomina velocidad de circulación del dinero. Análíticamente la ecuación se puede formular del siguiente modo:

$$M \cdot V = P \cdot Q$$

donde P es el nivel de precios, Q es el nivel de producción de bienes y servicios de la economía, M es la cantidad de dinero (expresado en una divisa como el dólar), y V es la velocidad de circulación del dinero (número de veces que el dinero cambia de manos).

En el ámbito de los criptoactivos se sustituye $P \cdot Q$ por el volumen de transacciones en el periodo T^8 por lo que la ecuación anterior se cambia a:

$$M \cdot V = T$$

A su vez M debe ser igual a:

$$M = N \cdot P_c$$

donde N es el número de criptomonedas o criptoactivos emitidos y P_c es su precio unitario.

Evidentemente, el interés está en averiguar cuál debe ser el precio correcto del criptoactivo, es decir la incógnita en el análisis es P_c .

Aplicaremos este análisis en un ejemplo:

El 15 de abril de 2020, el número de bitcoins emitidos era de 18.328.637⁹ que cotizaban a un tipo de cambio de a 1 bitcoin = 6.739,33 dólares (en adelante, USD), por lo que M tenía un valor de 123.523 millones de USD¹⁰.

Si se aplica la teoría cuantitativa del dinero, las variables críticas del precio del bitcoin serían el volumen de pagos que se va a realizar en esa criptomoneda y la propensión de los agentes a acumular bitcoins como depósito de valor. Es decir, depende de cómo se perciba el bitcoin para dos de las funciones básicas del dinero, medio de cambio y depósito de valor.

En el gráfico 2 representamos el volumen diario de transacciones en bitcoins en los últimos meses. El volumen diario medio de transacciones en la semana anterior fue de 170 millones de dólares aproximadamente; esto implica que V era estimada por el mercado en torno a 0,00137626¹¹ que, considerando 252 días de mercado al año, supone una V en términos anuales de 0,3468 veces¹². Esta baja velocidad de circulación del bitcoin nos da indicios de que muchos poseedores de bitcoins lo utilizan como inversión y depósito de valor por su opacidad fiscal, anonimato, etc. lo que contribuye a incrementar su valor a través de la reducción de su velocidad de circulación.

Con este ejemplo podemos identificar factores clave para comprender cuál debe ser el valor de mercado y por lo tanto el precio de un bitcoin:

- En primer lugar su aceptación como medio de pago, esto es, cuanto más se use para realizar todo tipo de transacciones en la economía

⁸ Ver Conley (2017) y Burniske (2017).

⁹ El número máximo de *bitcoins* desde su creación es de 21.000.000

¹⁰ $M = 18.328.637 \times 6.739,33 \text{ USD} = 123.522.733.193,21 \text{ USD}$ aproximadamente 123.523 millones de USD

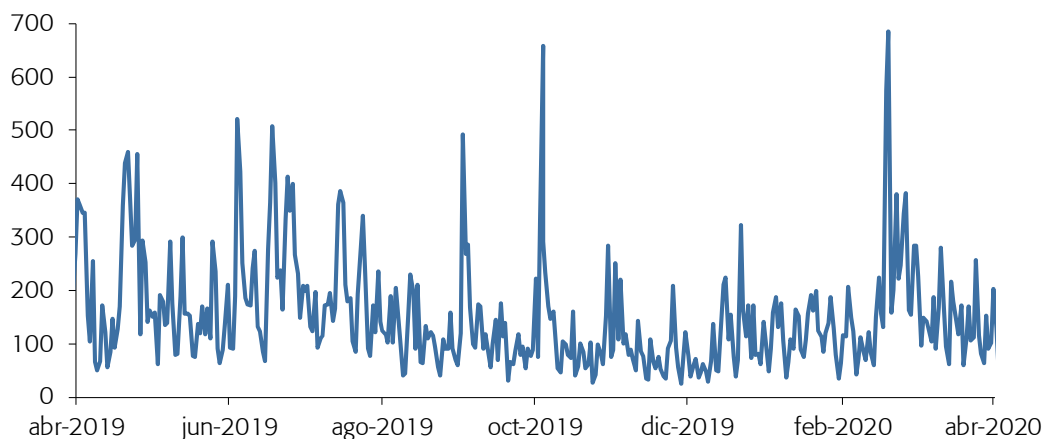
¹¹ $V = M/T$ es decir $170.000/123.522.733.193,21 = 0,00137626$

¹² Estos datos implican que la estimación del mercado, si el volumen medio de transacciones se mantiene en valores similares, es que un bitcoin cambie de manos una vez cada casi tres años (2,88 años).

Gráfico 2

Volumen diario de transacciones en bitcoins

(En millones de dólares)

Fuente: *blockchain.com*

global el bitcoin, u otra criptomoneda cualquiera, valdrá más.

- Por otra parte, cuanto menor sea la velocidad de circulación de la criptomoneda, más será valorada. En este sentido, el papel de los *holders* es muy importante, ya que su existencia y capacidad financiera contribuyen a reducir la velocidad de circulación al “atesorar” bitcoins reduciendo las posibilidades de transmisión de los mismos.
- El factor número de *bitcoins* también contribuye a sostener su valor, ya que al estar su número limitado a 21 millones y al ser creciente la dificultad de crear nuevos *bitcoins*, el valor unitario no puede ser deteriorado por esta variable¹³.

Por lo tanto, al final, si aplicamos este enfoque al bitcoin, las variables críticas de su precio son el volumen de pagos que se va a realizar en esta

criptomoneda y la propensión de los agentes económicos a acumular bitcoins como depósito de valor. Es decir, depende de cómo se perciba el bitcoin para dos de las funciones básicas del dinero¹⁴, medio de cambio y depósito de valor. La tercera función como unidad de cuenta, no la verifica de momento por la elevada volatilidad de su cotización frente a las monedas convencionales.

Por otra parte, si comparamos la velocidad de circulación del bitcoin con monedas convencionales como el dólar, para el mismo parámetro, verificamos que esta variable es muy inferior en el caso de las criptomonedas. En el caso del dólar, el máximo se alcanza en 1997 con un valor de 2,2 aproximadamente y en los últimos años tiene una tendencia decreciente llegando a valores de 1,42¹⁵.

Hemos analizado la velocidad de circulación del bitcoin en base a datos acumulados de transacciones mensuales y cotizaciones promedio mensuales y esta se movía entre un valor de 1,13 en enero,

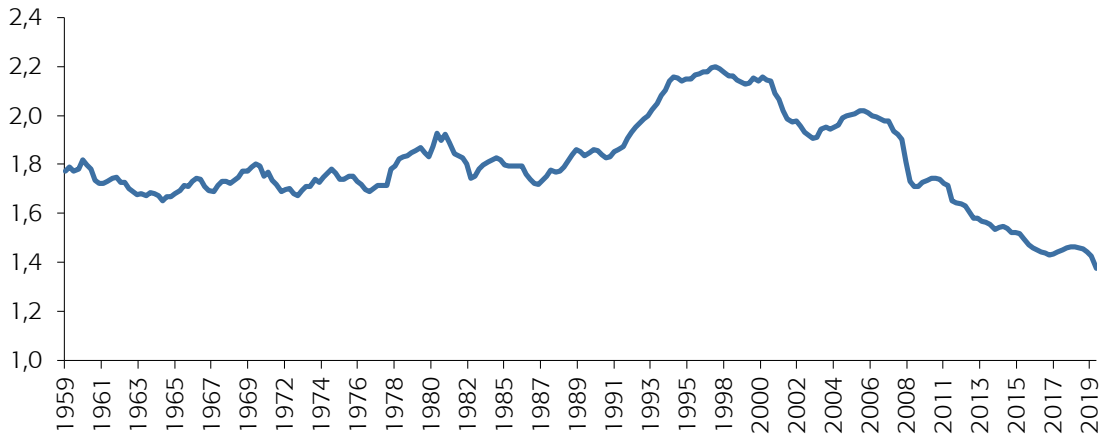
¹³ Aunque no se ha alcanzado el número máximo de bitcoins, la tasa de crecimiento es tan baja que no influye en el valor.

¹⁴ Estas funciones fueron enunciadas ya por Jevons en 1875.

¹⁵ En el caso del euro, estudios realizados sobre el agregado monetario M3 señalan que la velocidad está por debajo de uno. También en los últimos años se observa una disminución significativa del valor de este importante parámetro.

Gráfico 3

Velocidad del agregado monetario M2 en Estados Unidos



Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis.

0,57 en febrero y 0,89 en marzo. Puede ser que el COVID-19 haya contribuido a reducir la velocidad de circulación del dinero en esta criptomoneda¹⁶. Este hecho, *ceteris paribus* otros factores, puede contribuir a incrementar la cotización del bitc on.

También es cierto que, en la medida en que muchas emisiones de otros criptoactivos como *tokens* utilizan de referencia monetaria al bitc on y otras criptomonedas, el crecimiento de la Criptoeconom a contribuye a incrementar el valor de las criptomonedas más aceptadas. Aunque se puede utilizar el *blockchain* de bitc on para emitir otras criptomonedas (las denominadas *colored coins*), esto ocurre mayoritariamente en las cadenas de bloques que ofrecen un ecosistema integrado para la emisión de otros *tokens* vía una estandarización de *smart contracts*. El ecosistema más conocido es Ethereum, gracias a sus *smart contracts* del tipo ERC20, muy utilizados para la emisión de *utility tokens*, o del tipo ERC 1404 o ERC 1400 diseñados específicamente para las *security tokens*, ya que

permiten cumplir los requisitos regulatorios que se exigen a las STOs. Todos los *tokens* ERC20, ERC 1404 o ERC 1400 tienen *per se* una equivalencia en *ether*, la criptomoneda de Ethereum.

Valoración con base en los modelos de red

Un modelo alternativo es basarse en la denominada economía de redes, campo emergente en la nueva sociedad de la información. En el contexto de las transacciones financieras, las grandes redes tienen más valor que las pequeñas. Pero obviamente el valor de una red no puede crecer de forma continua y sin límite.

A partir de aquí, autores como Peterson (2018) y Van Vliet (2018) proponen utilizar la ley de Metcalfe que, en síntesis, después de resolver las cuestiones matem ticas¹⁷ llega a que el valor de una red de tamaño n es igual a:

¹⁶ El objeto de nuestra investigación es el valor de los criptoactivos no la evolución de la velocidad de circulación de los mismos.

¹⁷ La ley de Metcalfe se basa en la tautología matemática que describe la conectividad entre n usuarios. Conforme más gente se incorpora a la red, añaden valor a la misma de manera no proporcional. En concreto el valor de la red es proporcional al cuadrado del número de usuarios. Esta ley como muchas otras leyes asume la igualdad entre las conexiones de los distintos miembros.

$$\frac{n(n-1)}{2}$$

El propio Metcalfe aplica un factor de proporcionalidad A que debe reducirse con el tiempo, de modo que el valor de la red M es igual a:

$$M = A \frac{n(n-1)}{2}$$

Van Vliet (2018) propone un modelo explicativo de la evolución de la capitalización de mercado de los bitcoins equivalente obviamente a Ma , el valor de la red basándose en los postulados de la ley de Metcalfe con resultados prometedores. En Wheatley *et al.* (2018) se construye un modelo de valoración de bitcoins basado en la ley de Metcalfe con resultados muy interesantes, identificando el parámetro n como el número de direcciones activas que han hecho uso de bitcoins¹⁸.

Evidentemente, esta teoría no excluye el enfoque monetario, ya que lo que permite es una mejor explicación de la variable M . De hecho, el valor de la red y el volumen de transacciones tienen una alta correlación histórica.

El modelo de Chun Wei y You

Chun Wei y You (2018) desarrollan un modelo específico de valoración de *criptotokens* que vamos a analizar en el presente trabajo con la introducción de alguna variable que consideramos crítica¹⁹.

Asumamos una plataforma cuyo medio de intercambio único es un *token*. Dicha plataforma está diseñada para canalizar compras y ventas de un determinado servicio.

La función de demanda del servicio la podemos representar por:

$$Q^D = \gamma(V^D - P^{USD})$$

donde Q^D es la cantidad demandada del servicio en unidades de servicio, $\gamma > 0$ es un coeficiente inverso de aversión al riesgo que también podemos definir como una medida del "apetito" por el servicio, V^D es el máximo valor en dólares que los participantes están dispuestos a pagar por una unidad de servicio y P^{USD} es el precio en dólares del servicio.

En los resultados del modelo de Chun Wei y You vuelve a surgir la importancia de la velocidad de circulación como factor explicativo del precio de los criptoactivos y, por supuesto, un factor obvio en el caso de los criptotokens: las expectativas de los agentes económicos sobre el éxito de la plataforma de servicios y/o productos que emite estos activos.

Obviamente la demanda es positiva en la medida en que el valor del servicio es mayor que su precio $V^D > P^{USD}$.

La función de oferta vendrá dada por la expresión:

$$Q^S = \delta(P^{USD} - V^S)$$

donde Q^S es la cantidad ofertada del servicio por el mercado en unidades de servicio, $\delta > 0$ representa el apetito de los oferentes por expandir el servicio y V^S es el mínimo valor en dólares que los proveedores del servicio aceptan para vender en la plataforma.

La condición de equilibrio implica que $Q^D = Q^S$ y obtenemos dos variables clave:

El precio óptimo del servicio en equilibrio:

$$P^* = (\gamma V^D + \delta V^S) / (\gamma + \delta)$$

Y la cantidad óptima de transacciones en unidades:

¹⁸ Es una *proxy* del número de usuarios. Se basa el dato del documento de investigación en bitinfocharts.com

¹⁹ Un modelo más formalizado sobre la formación del valor de los *tokens* se encuentre en Catalini y Gans (2019).

$$Q^* = \gamma\delta(V^D - V^S)/(\gamma + \delta)$$

Ahora introduciremos el precio en *tokens* de una unidad de servicio P^{TOKEN} y el tipo de cambio X dólar-*token*. Por lo tanto $1/X$ es el precio de un *token* en dólares. Las funciones de oferta y demanda modificadas serían:

$$Q^D = \frac{\gamma}{X}(V^D X - P^{TOKEN})$$

$$Q^S = \frac{\delta}{X}(P^{TOKEN} - V^S X)$$

Y el precio de equilibrio en *tokens*:

$$P^{TOKEN} = \frac{(\gamma V^D + \delta V^S)X}{\gamma + \delta} \quad [1]$$

Ahora, volviendo a la teoría cuantitativa del dinero,

$$M \cdot V = P \cdot Q$$

En este caso, M es la oferta monetaria en *tokens*, V es la velocidad de circulación del *token*, Q es la cantidad intercambiada en unidades del servicio y P es el precio en *tokens*.

Sustituyendo P y Q por sus valores óptimos:

$$MV = \frac{(\gamma V^D + \delta V^S)X}{\gamma + \delta} \frac{\gamma\delta(V^D - V^S)}{\gamma + \delta} \quad [2]$$

$$X = \frac{MV(\gamma + \delta)^2}{\gamma\delta(V^D - V^S)(\gamma V^D + \delta V^S)} \quad [3]$$

A partir de aquí, el valor de mercado de un *token* será:

$$\text{Valor token} = \frac{\gamma\delta(V^D - V^S)(\gamma V^D + \delta V^S)}{MV(\gamma + \delta)^2} \quad [4]$$

De la expresión anterior se pueden deducir varios efectos:

- El aumento del número de *tokens* tiene un efecto negativo en el valor y el precio de los mismos.

- El aumento de la velocidad de circulación también deprime el valor y precio de los *tokens*.
- El mayor diferencial ($V^D - V^S$) aumenta el valor de los *tokens*, por lo que tendrá efectos positivos en su precio.

Hemos analizado los resultados del modelo a través de procesos de simulaciones de Montecarlo para ver las interacciones entre variables y vuelve a surgir la importancia de la velocidad de circulación como factor explicativo del precio de los criptoactivos y, por supuesto, un factor obvio en el caso de los *criptotokens*, que son las expectativas de los agentes económicos sobre el éxito de la plataforma de servicios y/o productos que emite estos activos.

A modo de conclusión

En este trabajo, hemos introducido la problemática de la valoración de los denominados criptoactivos, categoría de valores que cada vez tendrán una mayor preponderancia en los mercados.

En primer lugar, nos hemos dedicado al caso de las criptomonedas, desterrando la idea de que son la versión moderna de los bulbos de tulipán que provocaron una burbuja espectacular en la Holanda del siglo XVII.

Existen teorías clásicas como la teoría cuantitativa del dinero y enfoques modernos derivados de la denominada Economía de las redes que nos permiten intentar realizar valoraciones de este tipo de activos. Evidentemente, si en el Imperio romano hubiésemos intentado convencer de las ventajas del papel moneda, no nos hubiesen creído. Actualmente, estamos en una fase de cambios profundos en la economía real y los mercados financieros y los activos relacionados con la tecnología *blockchain* han venido para quedarse.

A partir de modelos teóricos recientes, hemos realizado un análisis de variables críticas para determinar el valor de los criptoactivos. Opinamos que todavía se necesita mucha investigación sobre estos modelos para dar conclusiones definitivas sobre los

factores relevantes en el precio de las criptomonedas y criptoactivos.

Referencias

- AMSDEN, M. y SCHWEIZER, D. (2019). Are Blockchain Crowdsales the New “Gold Rush”? Success Determinants of Initial Coin Offerings. *Working Paper*. McGill University.
- BENEDETTI, M. y KOSTOVETSKY, L. (2018). Digital Tulips? Returns to Investors in Initial Coin Offerings. *Working paper*. Boston College. Mayo.
- BURNISKE, C. (2017). *Cryptoasset Valuations*. Medium Article. Disponible en: <https://medium.com/@cburniske/cryptoasset-valuations-ac83479ffc7>
- CARBÓ VALVERDE, S. y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2018). Economía de los criptoactivos: Mitos, realidades y oportunidades. *Cuadernos de Información Económica*, nº 264, mayo-junio, pp. 1-13.
- CATALINI, C. y GANS, J. S. (2019). Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens. *Working paper*, M.I.T
- CHEN, Y. (2018). Blockchain tokens and the potential democratization of entrepreneurship and innovation. *Business Horizons*, vol. 61, pp. 567–575.
- CHUN WEI, W. y YOU, B. (2018). An Equilibrium Crypto-Token Valuation Model. *Consulere.io Research Note*. Disponible en: https://consulere.io/wp-content/uploads/2018/10/valuation_2.pdf
- CIAIAN, P., RAJCANIOVA, M. y KANCS, A. (2016). The economics of Bitcoin price formation. *Applied Economics*, nº 48, pp. 1799–1815.
- CONLEY, J. P. (2017). Blockchain and the Economics of Crypto-tokens and Initial Coin Offerings. *Working Papers* 17-00008. Vanderbilt University Department of Economics.
- JEVONS, W. S. (1875). Money and the mechanism of exchange. Existe una versión en Kindle de 2015.
- METCALFE, B. (2006). Guest Blogger Bob Metcalfe: Metcalfe’s Law Recurses Down the Long Tail of Social Networks. *VC Mike’s Blog*, Vol. 18 (agosto).
- (2013). Metcalfe’s Law after 40 Years of Ethernet. *Computer*, Vol. 46, No. 12, pp. 26–31.
- NAKAMOTO, S. (2009). Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. Bitcoin, 2009. Disponible en: <http://Bitcoin.org/Bitcoin.pdf>
- PETERSON, T. F. (2018). Metcalfe’s Law as a Model for Bitcoin’s Value. *Alternative Investment Analyst Review*, Q2 2018, Vol. 7, No. 2, pp. 9-18
- SHEPHERD, M. (2019). *ICO Statistics (2020): Funding, Investment, and Best ICOs*. FUNDERA. <https://www.fundera.com/resources/ico-statistics>
- STOLBOV, M. (2019). Was there a bubble in the ICO market? *Economics Bulletin*, Vol. 39, nº 4, pp. 2448-2456.
- VAN VLIET, B. (2018). An Alternative Model of Metcalfe’s Law for Valuing Bitcoin”. *Economics Letters*, nº 165, pp. 70–72
- WHEATLEY, S., SORNETTE, D. Huber, T., REPPEN, M. y GANTNER, R. N. (2018). Are Bitcoin Bubbles Predictable? Combining a Generalized Metcalfe’s Law and the LPPLS Model. *Paper Series* N°18-22. Swiss Finance Institute Research

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
2013	-1,4	-2,9	-2,1	-3,8	-8,2	-7,6	-8,7	1,3	4,4	-0,2	-2,9	1,5
2014	1,4	1,7	-0,7	4,1	3,0	9,9	-2,6	5,2	4,5	6,8	1,9	-0,5
2015	3,8	2,9	2,0	4,9	1,5	-3,2	5,7	8,2	4,3	5,1	3,9	-0,1
2016	3,0	2,7	1,0	2,4	1,6	8,9	-4,8	3,1	5,4	2,6	2,0	1,0
2017	2,9	3,0	1,0	5,9	5,9	11,5	0,2	5,9	5,6	6,6	3,0	-0,1
2018	2,4	1,8	1,9	5,3	6,6	7,7	5,3	4,1	2,2	3,3	2,6	-0,3
2019	2,0	1,1	2,3	1,8	0,8	2,9	-1,7	2,7	2,6	1,2	1,5	0,5
2020	-8,4	-10,6	5,1	-17,5	-16,6	-17,5	-15,4	-18,3	-19,4	-21,5	-8,6	0,2
2021	6,0	9,9	0,2	2,2	2,2	3,6	0,5	2,1	17,4	19,3	6,0	0,1
2019 I	2,2	1,2	2,3	4,8	4,0	3,0	5,2	5,6	0,8	0,4	2,1	0,1
II	2,0	0,7	2,3	0,5	1,7	3,7	-0,7	-0,7	2,6	-0,2	1,1	1,0
III	1,9	1,3	2,2	1,4	0,0	2,3	-2,9	2,8	3,6	2,7	1,5	0,4
IV	1,8	1,2	2,4	0,6	-2,2	2,8	-8,2	3,4	3,3	2,1	1,3	0,5
2020 I	-4,1	-6,6	3,6	-6,7	-11,9	-10,6	-13,6	-1,4	-6,3	-7,4	-4,2	0,1
II	-19,6	-22,8	5,1	-21,1	-22,8	-24,8	-20,3	-19,3	-33,7	-26,5	-16,3	-3,3
III	-5,0	-5,9	5,6	-21,0	-16,3	-17,0	-15,5	-25,6	-19,9	-26,3	-6,5	1,5
IV	-5,0	-7,1	5,9	-21,2	-15,2	-17,6	-12,0	-26,9	-17,4	-25,5	-7,1	2,1
2021 I	1,1	4,8	3,0	-12,6	-5,0	-4,2	-6,1	-19,4	-1,8	-3,1	0,8	0,4
II	20,8	27,6	0,0	6,9	9,4	13,3	4,6	4,5	42,2	27,4	16,0	4,8
III	2,2	4,3	-0,7	7,3	2,4	3,0	1,6	12,7	19,5	28,0	3,6	-1,3
IV	2,3	6,1	-1,4	9,7	3,1	3,5	2,6	17,2	17,0	30,0	4,8	-2,5
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales												
2019 I	0,6	0,4	0,6	1,5	0,4	0,9	-0,2	2,6	1,0	0,9	-1,8	2,4
II	0,4	-0,1	0,5	-0,8	-0,5	1,1	-2,3	-1,0	1,6	0,5	-1,8	2,1
III	0,4	0,8	0,6	1,1	-0,8	0,1	-2,0	3,0	0,1	1,4	-1,1	1,5
IV	0,4	0,1	0,7	-1,2	-1,3	0,8	-3,9	-1,2	0,6	-0,8	-0,2	0,6
2020 I	-5,2	-7,3	1,8	-5,8	-9,6	-12,3	-6,0	-2,1	-8,4	-8,4	-20,0	14,8
II	-15,9	-17,5	2,0	-16,1	-12,8	-15,0	-10,0	-19,0	-28,1	-20,2	-50,7	34,8
III	18,7	23,0	1,0	1,2	7,5	10,5	4,0	-5,0	20,9	1,7	51,0	-32,3
IV	0,3	-1,2	1,0	-1,4	0,0	0,0	0,0	-3,0	3,7	0,2	-2,9	3,2
2021 I	0,9	4,5	-1,0	4,4	1,3	2,0	0,3	8,0	8,9	12,5	12,5	-11,5
II	0,5	0,5	-1,0	2,6	0,4	0,5	0,3	5,0	4,2	4,9	2,1	-1,7
III	0,5	0,5	0,3	1,6	0,7	0,5	1,0	2,5	1,6	2,1	2,5	-2,0
IV	0,4	0,5	0,3	0,8	0,7	0,5	1,0	0,8	1,5	1,8	1,9	-1,5
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
2013	1.020	59,0	19,9	17,4	8,7	3,9	4,8	8,7	33,0	29,0	96,1	3,9
2014	1.032	59,4	19,6	17,8	8,8	4,2	4,6	8,9	33,5	30,4	96,9	3,1
2015	1.078	58,5	19,5	18,0	8,7	4,0	4,6	9,3	33,6	30,6	97,0	3,0
2016	1.114	58,2	19,1	18,0	8,6	4,4	4,2	9,4	33,9	29,9	96,0	4,0
2017	1.162	58,4	18,6	18,7	9,0	4,8	4,2	9,6	35,2	31,6	96,4	3,6
2018	1.202	58,3	18,6	19,4	9,6	5,3	4,3	9,8	35,1	32,4	97,3	2,7
2019	1.245	57,6	18,7	20,0	10,0	5,7	4,3	10,0	34,9	32,0	97,2	2,8
2020	1.151	55,7	21,6	18,1	9,1	5,1	4,0	9,0	29,7	26,0	96,3	3,7
2021	1.233	58,0	20,4	17,4	8,8	5,0	3,8	8,7	32,8	29,4	96,7	3,3

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario. Estos datos son anteriores a la actualización de los datos del PIB del primer trimestre, realizada después del cierre de esta edición.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

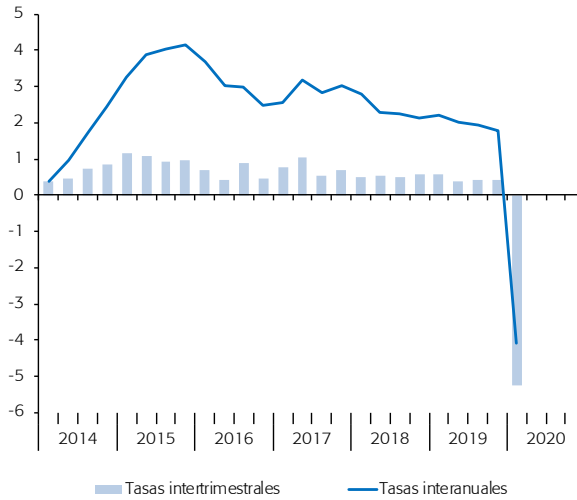


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

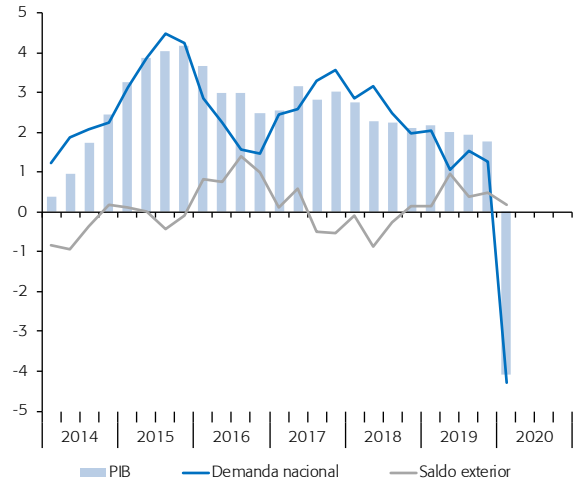


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

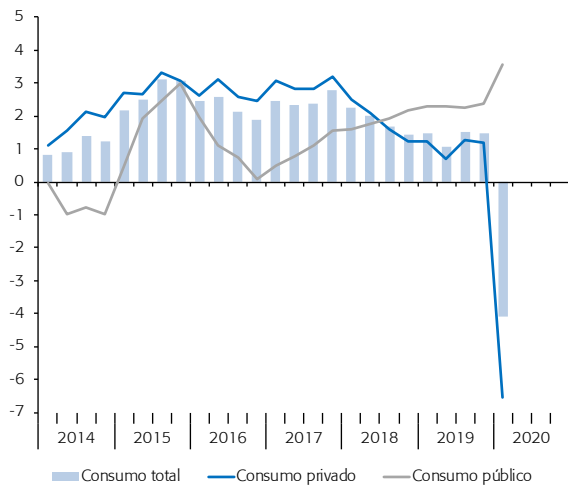
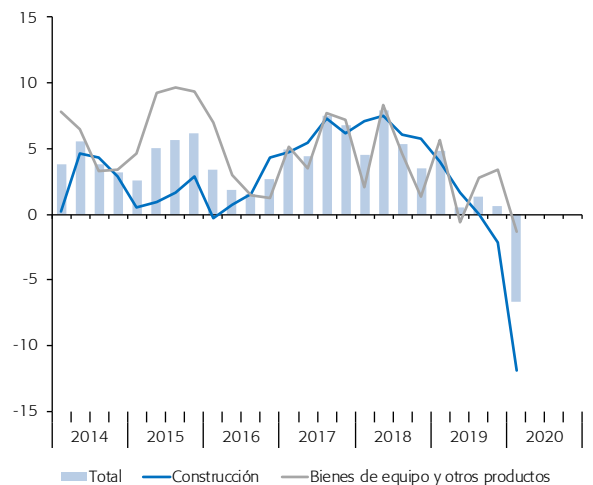


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico*

	Valor añadido bruto a precios básicos									Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales										
2013	-1,3	13,9	-4,0	-1,0	-10,3	-0,4	0,2	-0,7	-3,1	
2014	0,9	-1,3	1,3	2,1	-1,3	1,1	-0,7	1,7	6,1	
2015	3,3	4,7	3,0	4,6	5,4	3,1	1,1	3,8	9,6	
2016	2,8	4,8	4,1	2,3	3,9	2,4	1,4	2,7	5,2	
2017	2,9	-3,0	3,1	4,9	4,9	2,9	1,5	3,4	2,8	
2018	2,5	5,9	-0,4	0,7	5,7	2,7	1,7	3,0	1,2	
2019	2,2	-2,6	0,6	0,4	3,5	2,6	2,0	2,8	-0,1	
2018	I	2,8	5,9	0,4	1,7	5,0	3,0	1,9	3,4	2,4
	II	2,4	7,8	-0,3	1,2	5,5	2,5	1,2	2,9	1,5
	III	2,4	3,0	-0,2	0,2	6,2	2,6	1,8	2,9	0,8
	IV	2,3	6,9	-1,5	-0,3	5,9	2,7	2,0	2,9	0,0
2019	I	2,5	-0,1	-0,4	0,1	6,3	2,9	2,2	3,1	-0,5
	II	2,3	-4,5	0,5	0,0	4,5	2,8	2,4	2,9	-0,7
	III	2,1	0,0	1,0	0,7	2,5	2,4	1,9	2,6	0,1
	IV	1,9	-5,4	1,2	0,7	0,9	2,4	1,7	2,6	0,9
2020	I	-4,0	-2,5	-2,2	-2,8	-8,6	-4,1	2,0	-6,0	-4,8
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales										
2018	I	0,5	2,5	-0,4	-0,2	1,1	0,6	0,3	0,6	0,5
	II	0,6	2,0	-0,5	0,1	2,0	0,6	0,2	0,8	0,1
	III	0,6	-3,3	-0,1	-0,3	1,4	0,8	0,8	0,8	-0,2
	IV	0,7	5,7	-0,5	0,0	1,3	0,6	0,5	0,7	-0,4
2019	I	0,6	-4,2	0,7	0,3	1,4	0,8	0,5	0,9	-0,1
	II	0,4	-2,5	0,5	0,0	0,4	0,6	0,5	0,6	-0,1
	III	0,4	1,3	0,4	0,3	-0,6	0,4	0,3	0,5	0,6
	IV	0,4	0,1	-0,4	0,1	-0,3	0,6	0,4	0,7	0,5
2020	I	-5,2	-1,4	-2,7	-3,2	-8,1	-5,6	0,8	-7,6	-5,7
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios básicos								
2013	932	2,9	16,4	12,2	5,8	74,9	18,9	56,0	9,4	
2014	940	2,8	16,4	12,4	5,7	75,2	18,7	56,5	9,8	
2015	978	3,0	16,4	12,4	5,8	74,9	18,5	56,4	10,1	
2016	1.011	3,1	16,2	12,4	5,9	74,8	18,4	56,5	10,2	
2017	1.053	3,1	16,2	12,6	6,0	74,7	18,0	56,7	10,3	
2018	1.088	3,1	15,9	12,4	6,2	74,8	18,0	56,9	10,5	
2019	1.130	2,9	15,8	12,2	6,5	74,8	18,0	56,8	10,2	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario. Estos datos son anteriores a la actualización de los datos del PIB del primer trimestre, realizada después del cierre de esta edición.

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector
Tasas de crecimiento interanuales

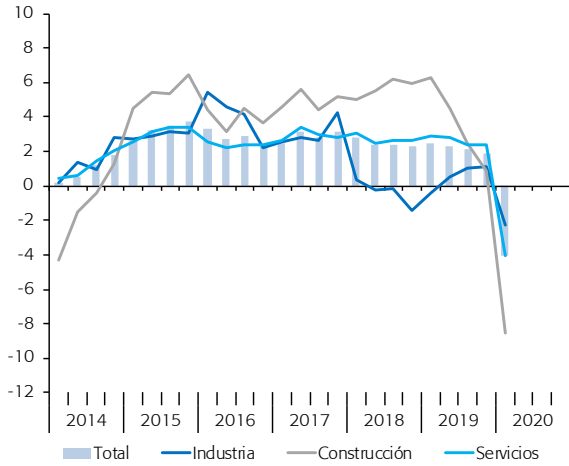


Gráfico 2.2.- VAB, industria
Tasas de crecimiento interanuales

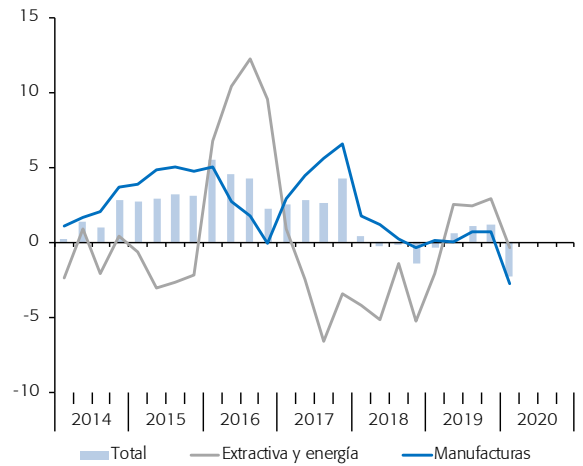


Gráfico 2.3.- VAB, servicios
Tasas de crecimiento interanuales

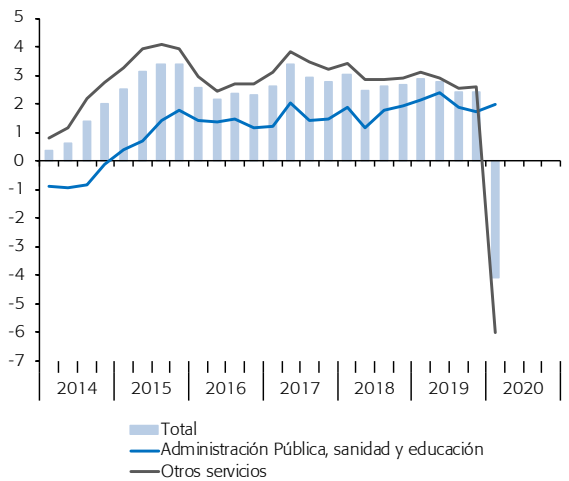
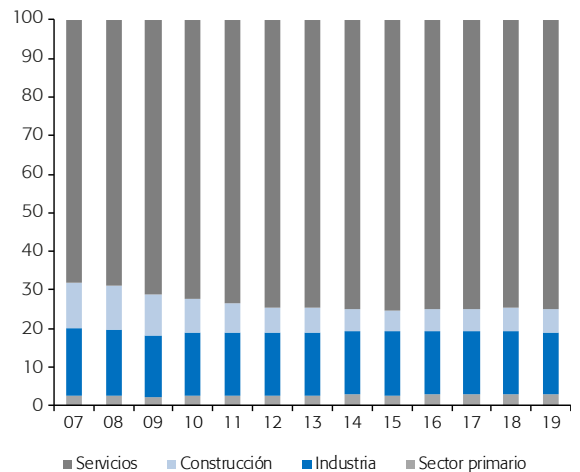


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales*

Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
Índices, 2010 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
2013	95,0	89,3	106,4	101,1	95,1	95,1	93,7	82,7	113,2	105,4	93,1	95,3
2014	96,3	90,2	106,8	101,4	95,0	95,2	95,6	81,2	117,7	106,1	90,2	92,2
2015	100,0	93,0	107,5	102,0	94,9	94,6	100,0	83,1	120,3	105,4	87,6	89,8
2016	103,0	95,6	107,7	101,4	94,1	93,5	102,3	86,0	119,0	105,5	88,7	90,2
2017	106,0	98,3	107,8	102,1	94,7	92,9	107,3	89,2	120,3	106,5	88,5	89,4
2018	108,5	100,8	107,6	103,2	95,9	92,9	108,0	91,0	118,7	107,0	90,1	90,0
2019	110,7	103,1	107,3	105,3	98,1	93,6	108,4	92,6	117,1	108,0	92,2	90,3
2020	101,3	97,6	103,8	95,6	92,1	87,0	--	--	--	--	--	--
2021	107,4	99,9	107,5	105,2	97,8	91,5	--	--	--	--	--	--
2018 I	107,6	99,8	107,9	102,6	95,1	92,7	108,1	90,9	118,9	106,4	89,5	89,9
II	108,2	100,5	107,7	102,8	95,4	92,6	108,2	91,1	118,7	106,6	89,8	89,5
III	108,8	101,2	107,5	103,4	96,2	93,3	107,9	91,0	118,5	107,1	90,3	90,0
IV	109,4	101,9	107,3	103,9	96,8	93,2	107,9	90,9	118,7	107,9	90,9	90,8
2019 I	110,0	102,5	107,3	104,5	97,3	93,5	108,2	91,8	117,9	107,8	91,4	90,4
II	110,4	103,0	107,2	105,1	98,0	93,6	108,2	92,4	117,2	107,9	92,1	90,2
III	110,9	103,1	107,6	105,7	98,3	93,8	108,6	93,5	116,2	107,5	92,6	90,6
IV	111,3	103,9	107,1	105,8	98,8	93,6	108,7	92,6	117,3	108,9	92,8	89,8
2020 I	105,5	101,9	103,5	106,6	103,0	97,7	105,2	92,3	113,9	108,9	95,6	93,1
Tasas de crecimiento interanuales												
2013	-1,4	-3,3	2,0	1,3	-0,7	-1,1	-1,0	-5,5	4,8	1,7	-2,9	-3,5
2014	1,4	1,0	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,1	-1,9	4,0	0,7	-3,2	-3,3
2015	3,8	3,2	0,6	0,6	-0,1	-0,6	4,6	2,4	2,2	-0,7	-2,9	-2,6
2016	3,0	2,8	0,2	-0,6	-0,8	-1,1	2,3	3,5	-1,1	0,1	1,2	0,4
2017	2,9	2,8	0,0	0,7	0,7	-0,7	4,9	3,7	1,1	1,0	-0,2	-0,9
2018	2,4	2,5	-0,2	1,0	1,2	0,1	0,7	2,0	-1,3	0,5	1,8	0,7
2019	2,0	2,3	-0,3	2,0	2,3	0,7	0,4	1,7	-1,3	0,9	2,3	0,3
2020	-8,4	-5,4	-3,2	-9,2	-6,1	-7,0	--	--	--	--	--	--
2021	6,0	2,4	3,5	10,0	6,2	5,2	--	--	--	--	--	--
2018 I	2,8	2,6	0,2	0,6	0,4	-0,8	1,7	3,6	-1,8	0,4	2,3	0,8
II	2,3	2,4	-0,1	0,9	1,0	-0,1	1,2	2,9	-1,7	0,5	2,3	0,6
III	2,2	2,5	-0,2	1,3	1,5	0,6	0,2	1,5	-1,3	0,9	2,3	0,8
IV	2,1	2,7	-0,6	1,3	1,9	0,6	-0,3	0,2	-0,5	0,0	0,6	0,8
2019 I	2,2	2,7	-0,5	1,8	2,4	0,9	0,1	1,0	-0,9	1,3	2,2	0,5
II	2,0	2,5	-0,5	2,2	2,7	1,1	0,0	1,4	-1,3	1,2	2,6	0,9
III	1,9	1,8	0,1	2,2	2,1	0,5	0,7	2,7	-2,0	0,4	2,4	0,6
IV	1,8	2,0	-0,2	1,9	2,1	0,3	0,7	1,8	-1,1	0,9	2,1	-1,0
2020 I	-4,1	-0,6	-3,6	2,0	5,8	4,4	-2,8	0,6	-3,3	1,0	4,5	3,0

(*) Estos datos son anteriores a la actualización de los datos del PIB del primer trimestre, realizada después del cierre de esta edición.

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

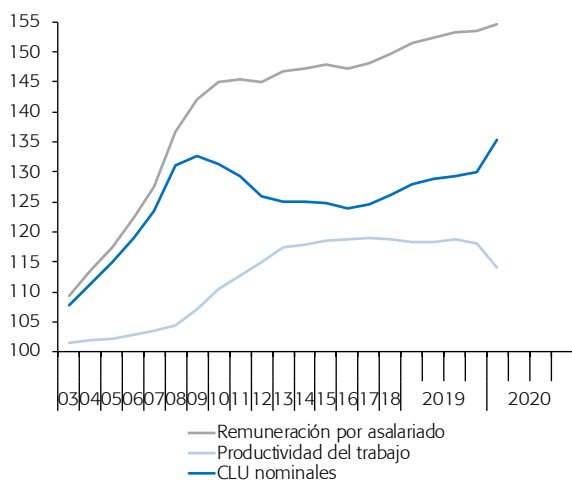
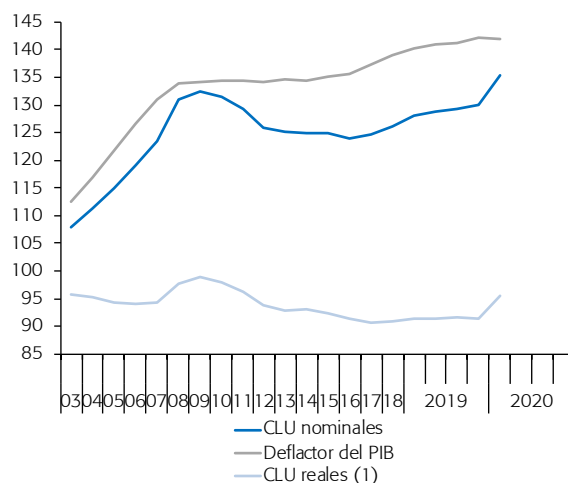


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

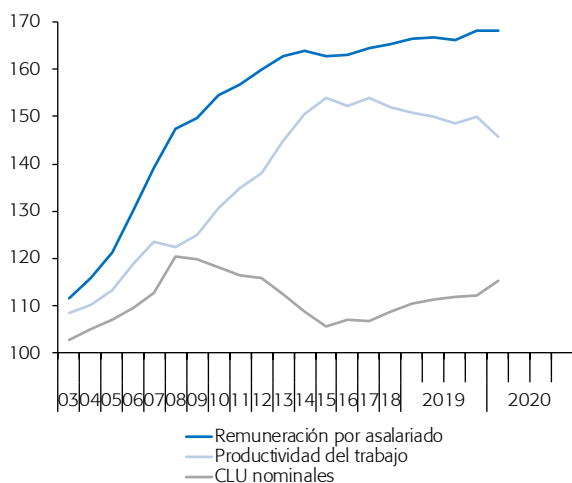
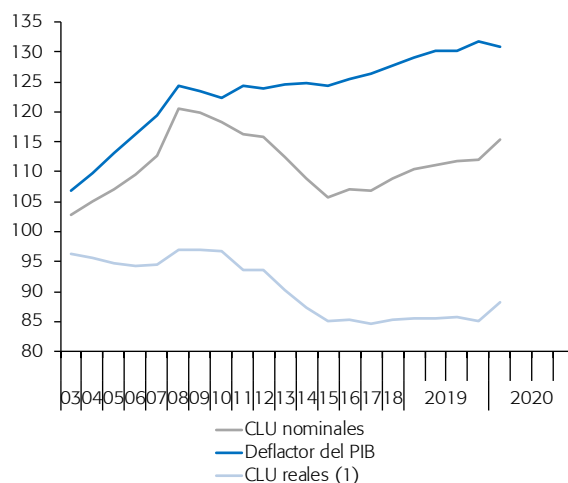


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: renta nacional y su distribución*

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
2013	1.020,3	467,5	455,0	1.001,1	804,6	196,5	175,7	45,8	44,6	19,3	17,2	2,0	2,6
2014	1.032,2	473,5	455,4	1.017,7	815,4	202,3	184,8	45,9	44,1	19,6	17,9	1,7	2,1
2015	1.077,6	492,9	472,6	1.066,7	840,1	226,5	204,7	45,7	43,9	21,0	19,0	2,0	2,7
2016	1.113,8	503,7	495,8	1.104,8	860,5	244,3	208,9	45,2	44,5	21,9	18,8	3,2	3,4
2017	1.161,9	523,4	518,7	1.151,4	894,6	256,8	225,7	45,1	44,6	22,1	19,4	2,7	2,9
2018	1.202,2	544,6	531,8	1.192,9	924,6	268,2	244,9	45,3	44,2	22,3	20,4	1,9	2,4
2019	1.245,3	570,4	547,9	1.235,3	950,5	284,8	259,6	45,8	44,0	22,9	20,8	2,0	2,3
2020	1.150,6	491,6	547,1	1.130,1	888,9	241,3	219,0	42,7	47,5	21,0	19,0	1,9	2,1
2021	1.232,7	554,9	555,0	1.206,8	965,7	241,1	225,9	45,0	45,0	19,6	18,3	1,2	1,4
2018 I	1.173,2	528,1	524,1	1.161,7	902,1	259,6	228,9	45,0	44,7	22,1	19,5	2,6	2,9
II	1.182,9	533,1	527,0	1.172,8	909,0	263,8	234,9	45,1	44,5	22,3	19,9	2,4	2,7
III	1.192,2	538,7	529,1	1.181,7	917,2	264,6	239,1	45,2	44,4	22,2	20,1	2,1	2,5
IV	1.202,2	544,6	531,8	1.192,9	924,6	268,2	244,9	45,3	44,2	22,3	20,4	1,9	2,4
2019 I	1.213,1	551,2	535,1	1.203,2	931,6	271,5	251,5	45,4	44,1	22,4	20,7	1,7	2,1
II	1.223,9	558,0	539,3	1.214,5	938,5	275,9	254,6	45,6	44,1	22,5	20,8	1,7	2,3
III	1.234,5	564,2	543,4	1.224,7	944,5	280,2	258,2	45,7	44,0	22,7	20,9	1,8	2,3
IV	1.245,3	570,4	547,9	1.235,3	950,5	284,8	259,6	45,8	44,0	22,9	20,8	2,0	2,3
2020 I	1.236,5	574,4	535,3	--	943,6	--	258,5	46,5	43,3	--	20,9	--	--
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
2013	-1,0	-2,9	-0,8	-1,0	-1,8	2,9	-7,6	-0,9	0,1	0,7	-1,2	2,0	2,0
2014	1,2	1,3	0,1	1,7	1,3	3,0	5,2	0,1	-0,5	0,3	0,7	-0,3	-0,5
2015	4,4	4,1	3,8	4,8	3,0	12,0	10,8	-0,1	-0,3	1,4	1,1	0,3	0,5
2016	3,4	2,2	4,9	3,6	2,4	7,8	2,0	-0,5	0,7	0,9	-0,2	1,1	0,7
2017	4,3	3,9	4,6	4,2	4,0	5,1	8,1	-0,2	0,1	0,2	0,7	-0,5	-0,5
2018	3,5	4,0	2,5	3,6	3,4	4,4	8,5	0,2	-0,4	0,2	0,9	-0,7	-0,5
2019	3,6	4,7	3,0	3,6	2,8	6,2	6,0	0,5	-0,2	0,6	0,5	0,1	-0,1
2020	-7,6	-13,8	-0,2	-8,5	-6,5	-15,3	-15,6	-3,1	3,5	-1,9	-1,8	-0,1	-0,2
2021	7,1	12,9	1,4	6,8	8,6	-0,1	3,1	2,3	-2,5	-1,4	-0,7	-0,7	-0,7
2018 I	4,4	3,9	4,9	4,0	3,8	4,4	8,3	-0,2	0,2	0,0	0,7	-0,7	-0,5
II	4,0	3,9	4,0	4,0	3,6	5,6	9,3	0,0	0,0	0,3	1,0	-0,6	-0,5
III	3,8	4,0	3,3	3,8	3,5	4,7	8,3	0,1	-0,2	0,2	0,8	-0,6	-0,5
IV	3,5	4,0	2,5	3,6	3,4	4,4	8,5	0,2	-0,4	0,2	0,9	-0,7	-0,5
2019 I	3,4	4,4	2,1	3,6	3,3	4,6	9,9	0,4	-0,6	0,3	1,2	-1,0	-0,8
II	3,5	4,7	2,3	3,6	3,2	4,6	8,4	0,5	-0,5	0,2	0,9	-0,7	-0,5
III	3,6	4,7	2,7	3,6	3,0	5,9	8,0	0,5	-0,4	0,5	0,9	-0,4	-0,2
IV	3,6	4,7	3,0	3,6	2,8	6,2	6,0	0,5	-0,2	0,6	0,5	0,1	-0,1
2020 I	1,9	4,2	0,0	--	1,3	--	2,8	1,0	-0,8	--	0,2	--	--

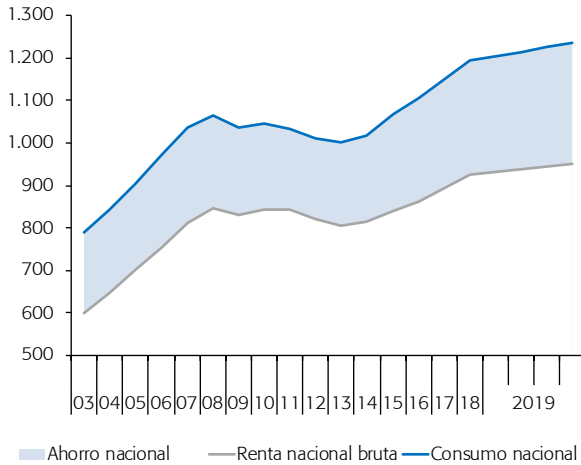
(*) Estos datos son anteriores a la actualización de los datos del PIB del primer trimestre, realizada después del cierre de esta edición.

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

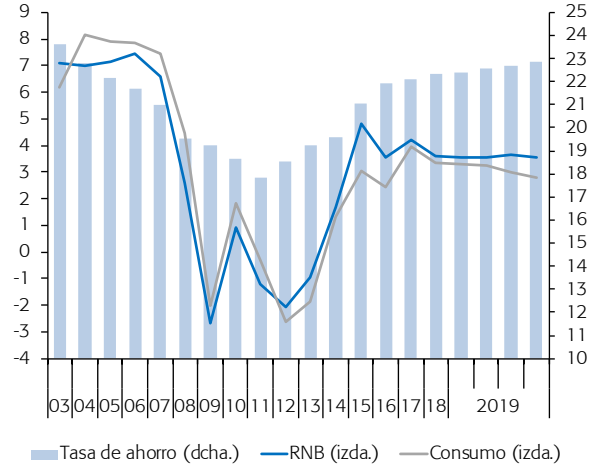
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

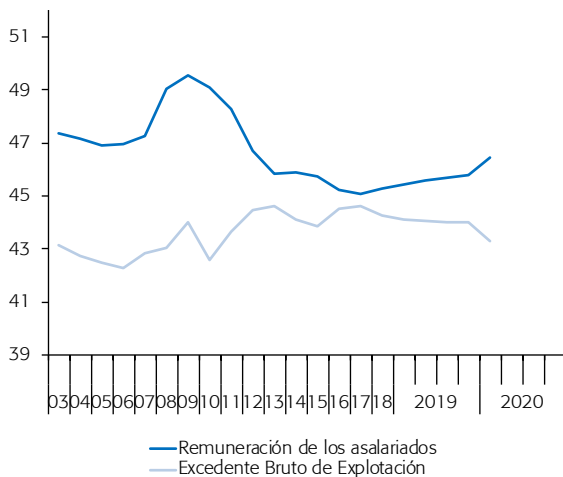
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

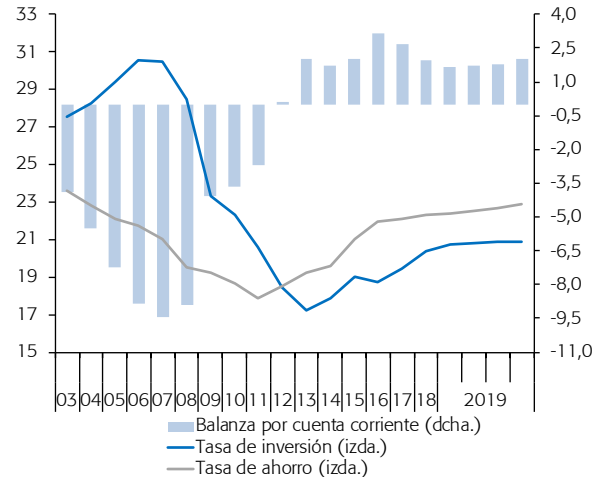
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

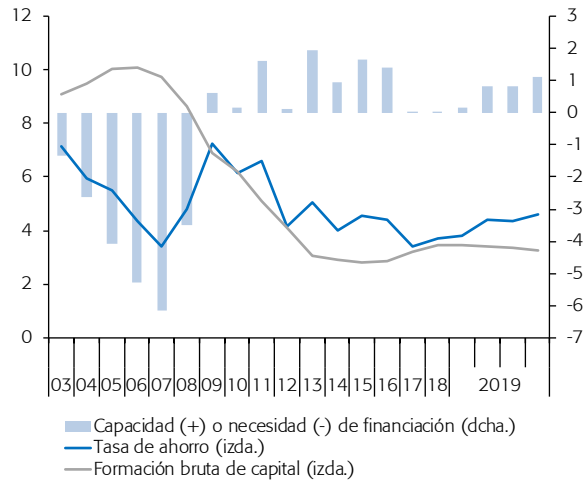
Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras							
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación		
	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje de la RDB	Porcentaje del PIB	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje del PIB						
2013	655,9	601,7	51,7	31,0	7,9	3,0	1,9	228,6	1674	114,7	16,4	11,2	5,3		
2014	656,2	612,7	41,5	30,2	6,3	2,9	1,0	228,7	171,7	127,7	16,6	12,4	4,7		
2015	682,2	630,2	49,0	30,5	7,2	2,8	1,7	241,0	185,1	140,4	17,2	13,0	4,4		
2016	700,6	648,3	49,2	31,8	7,0	2,9	1,4	255,3	196,2	149,2	17,6	13,4	4,4		
2017	721,1	678,2	39,8	37,1	5,5	3,2	0,0	266,8	202,1	160,1	17,4	13,8	3,8		
2018	747,9	700,8	44,3	41,4	5,9	3,4	0,0	270,0	198,8	175,0	16,5	14,6	2,2		
2019	777,2	717,3	57,2	40,6	7,4	3,3	1,1	276,8	204,0	191,7	16,4	15,4	1,3		
2020	752,2	640,9	108,6	33,5	14,4	2,9	6,3	233,4	178,6	161,8	15,5	14,1	1,7		
2021	787,6	714,7	70,1	35,2	8,9	2,9	2,6	222,5	170,1	166,4	13,8	13,5	0,5		
2018 I	727,0	684,3	39,8	37,0	5,5	3,2	0,0	268,4	203,9	163,6	17,4	14,0	3,6		
II	734,0	689,5	41,6	38,3	5,7	3,2	0,1	269,5	204,6	166,7	17,3	14,1	3,4		
III	739,7	695,5	41,5	39,3	5,6	3,3	0,0	270,0	202,2	172,1	17,0	14,5	2,7		
IV	747,9	700,8	44,3	41,4	5,9	3,4	0,0	270,0	198,8	175,0	16,5	14,6	2,2		
2019 I	754,4	705,5	46,3	42,0	6,1	3,5	0,1	271,4	200,2	179,8	16,5	14,8	1,9		
II	765,7	709,1	54,1	41,5	7,1	3,4	0,8	273,5	199,4	184,6	16,3	15,1	1,5		
III	770,6	713,5	53,9	41,2	7,0	3,3	0,8	274,6	200,7	187,6	16,3	15,2	1,4		
IV	777,2	717,3	57,2	40,6	7,4	3,3	1,1	276,8	204,0	191,7	16,4	15,4	1,3		
Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior				Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior			
2013	-0,4	-2,0	20,9	-27,0	1,4	-1,1	1,8	0,6	7,4	0,5	1,3	0,2	1,0		
2014	0,0	1,8	-19,8	-2,7	-1,6	-0,1	-1,0	0,0	2,5	11,3	0,2	1,1	-0,6		
2015	4,0	2,9	18,1	1,1	0,9	-0,1	0,7	5,4	7,8	10,0	0,5	0,7	-0,3		
2016	2,7	2,9	0,5	4,2	-0,2	0,0	-0,3	5,9	6,0	6,2	0,4	0,4	0,0		
2017	2,9	4,6	-19,3	16,8	-1,5	0,3	-1,4	4,5	3,0	7,3	-0,2	0,4	-0,7		
2018	3,7	3,3	11,3	11,6	0,4	0,2	0,0	1,2	-1,6	9,4	-0,9	0,8	-1,5		
2019	3,9	2,4	29,2	-1,9	1,4	-0,2	1,1	2,5	2,6	9,5	-0,2	0,8	-1,0		
2020	-3,2	-10,7	89,9	-17,5	7,1	-0,3	5,2	-15,7	-12,5	-15,6	-0,9	-1,3	0,5		
2021	4,7	11,5	-35,4	5,1	-5,5	-0,1	-3,7	-4,7	-4,7	2,8	-1,7	-0,6	-1,2		
2018 I	3,2	4,2	-9,8	9,5	-0,8	0,2	-0,7	4,1	2,4	9,2	-0,3	0,6	-1,0		
II	3,3	3,7	-2,3	11,5	-0,3	0,2	-0,5	3,2	4,0	8,6	0,0	0,6	-0,6		
III	3,6	3,6	4,6	10,0	0,0	0,2	-0,1	2,9	2,5	10,0	-0,2	0,8	-1,0		
IV	3,7	3,3	11,3	11,6	0,4	0,2	0,0	1,2	-1,6	9,4	-0,9	0,8	-1,5		
2019 I	3,8	3,1	16,2	13,4	0,7	0,3	0,1	1,1	-1,8	9,9	-0,9	0,9	-1,6		
II	4,3	2,8	30,1	8,3	1,4	0,1	0,8	1,5	-2,5	10,7	-1,0	1,0	-1,9		
III	4,2	2,6	30,0	4,9	1,4	0,0	0,9	1,7	-0,7	9,0	-0,7	0,7	-1,4		
IV	3,9	2,4	29,2	-1,9	1,4	-0,2	1,1	2,5	2,6	9,5	-0,2	0,8	-1,0		

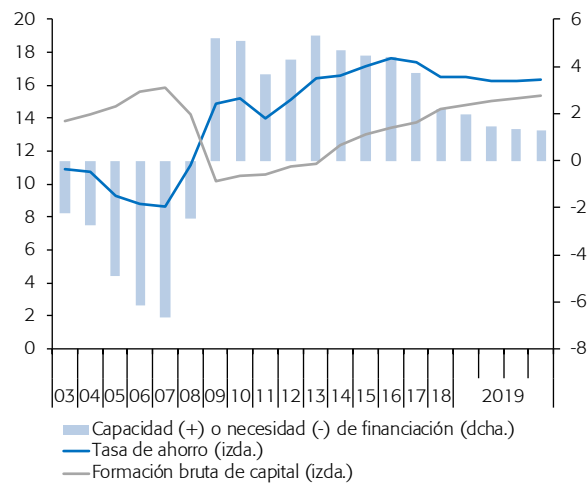
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas

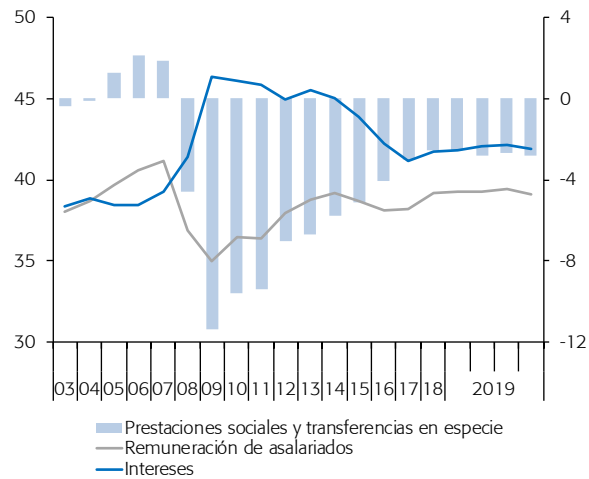
Previsiones en azul

	Ingresos no financieros					Gastos no financieros							Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	Impuestos a la producción y a las importaciones	Impuestos sobre la renta y la riqueza	Contribuciones sociales	Capital y otros ingresos	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales y transferencias en especie	Formación bruta de capital y otros gastos de capital	Otros gastos	Total		
	1	2	3	4	5=1+2+3+4	6	7	8	9	10	11	12=6+7+8+9+10+11		
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
2013	112,8	102,2	126,9	53,9	395,9	114,4	55,7	35,4	198,8	35,2	28,1	467,6	-71,8	-68,5
2014	118,5	104,4	129,0	52,7	404,6	115,0	56,3	35,5	198,5	32,4	28,0	465,7	-61,1	-59,7
2015	126,4	107,1	131,5	52,1	417,2	119,2	59,0	32,4	198,6	35,4	28,3	473,0	-55,8	-55,2
2016	128,9	110,0	135,6	50,3	424,8	121,5	58,7	30,7	203,0	30,4	28,4	472,7	-48,0	-45,6
2017	135,1	116,9	142,4	49,1	443,5	123,5	59,9	29,3	207,4	30,6	28,0	478,7	-35,1	-34,6
2018	140,9	127,3	149,4	53,4	471,0	127,6	62,1	29,3	216,3	36,3	29,8	501,5	-30,5	-30,4
2019	142,7	129,2	160,5	54,3	486,8	134,1	64,2	28,5	229,6	34,1	31,5	521,9	-35,2	-35,2
2020	127,5	116,4	130,6	53,6	428,1	136,7	68,7	29,5	250,3	30,6	32,1	547,8	-119,7	-119,7
2021	138,9	123,4	152,5	55,1	469,9	139,5	68,7	34,9	245,8	31,0	32,6	552,4	-82,5	-82,5
2018 I	136,6	118,7	144,3	49,3	448,8	124,0	60,1	29,0	208,8	32,2	28,9	483,0	-34,2	-33,8
II	138,4	120,1	146,0	50,5	455,1	124,8	60,9	28,9	210,5	33,8	28,8	487,7	-32,6	-32,5
III	139,5	123,0	147,7	51,2	461,4	126,0	61,4	29,3	213,3	34,0	29,1	493,3	-31,8	-31,7
IV	140,9	127,3	149,4	53,4	471,0	127,6	62,1	29,3	216,3	36,3	29,8	501,5	-30,5	-30,4
2019 I	142,3	127,0	152,4	54,6	476,3	129,3	62,7	28,9	219,2	36,3	30,7	507,2	-30,8	-31,0
II	142,2	128,9	155,2	54,7	481,0	131,6	63,0	29,3	223,8	36,1	31,2	515,1	-34,2	-34,1
III	143,0	130,8	157,9	55,3	486,9	132,7	63,5	28,8	225,8	37,0	32,1	520,0	-33,0	-33,0
IV	142,7	129,2	160,5	54,3	486,8	134,1	64,2	28,5	229,6	34,1	31,5	521,9	-35,2	-35,2
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
2013	11,1	10,0	12,4	5,3	38,8	11,2	5,5	3,5	19,5	3,4	2,8	45,8	-7,0	-6,7
2014	11,5	10,1	12,5	5,1	39,2	11,1	5,5	3,4	19,2	3,1	2,7	45,1	-5,9	-5,8
2015	11,7	9,9	12,2	4,8	38,7	11,1	5,5	3,0	18,4	3,3	2,6	43,9	-5,2	-5,1
2016	11,6	9,9	12,2	4,5	38,1	10,9	5,3	2,8	18,2	2,7	2,6	42,4	-4,3	-4,1
2017	11,6	10,1	12,3	4,2	38,2	10,6	5,2	2,5	17,9	2,6	2,4	41,2	-3,0	-3,0
2018	11,7	10,6	12,4	4,4	39,2	10,6	5,2	2,4	18,0	3,0	2,5	41,7	-2,5	-2,5
2019	11,5	10,4	12,9	4,4	39,1	10,8	5,2	2,3	18,4	2,7	2,5	41,9	-2,8	-2,8
2020	11,1	10,1	11,4	4,7	37,2	11,9	6,0	2,6	21,8	2,7	2,8	47,6	-10,4	-10,4
2021	11,3	10,0	12,4	4,5	38,1	11,3	5,6	2,8	19,9	2,5	2,6	44,8	-6,7	-6,7
2018 I	11,7	10,1	12,3	4,2	38,3	10,6	5,1	2,5	17,8	2,7	2,5	41,2	-2,9	-2,9
II	11,7	10,2	12,4	4,3	38,5	10,6	5,1	2,4	17,8	2,9	2,4	41,3	-2,8	-2,7
III	11,7	10,3	12,4	4,3	38,8	10,6	5,2	2,5	17,9	2,9	2,4	41,4	-2,7	-2,7
IV	11,7	10,6	12,4	4,4	39,2	10,6	5,2	2,4	18,0	3,0	2,5	41,7	-2,5	-2,5
2019 I	11,7	10,5	12,6	4,5	39,2	10,7	5,2	2,4	18,1	3,0	2,5	41,8	-2,5	-2,6
II	11,6	10,5	12,7	4,5	39,3	10,7	5,1	2,4	18,3	2,9	2,5	42,1	-2,8	-2,8
III	11,6	10,6	12,8	4,5	39,4	10,7	5,1	2,3	18,3	3,0	2,6	42,1	-2,7	-2,7
IV	11,5	10,4	12,9	4,4	39,1	10,8	5,2	2,3	18,4	2,7	2,5	41,9	-2,8	-2,8

Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

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

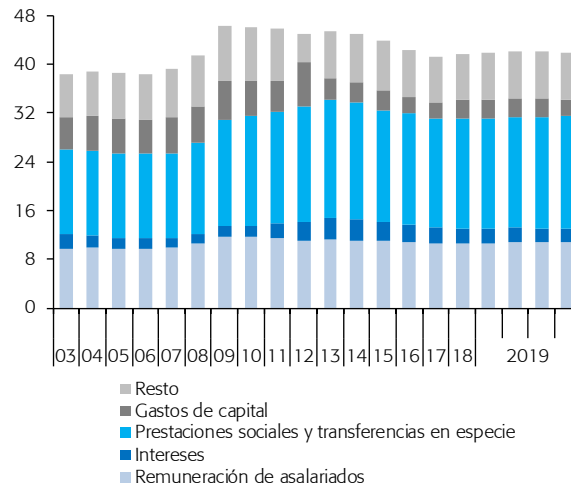
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

Gráfico 6.2.- Sector público: principales gastos

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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	CCAA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CCAA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo					
2013	-46,5	-16,4	5,7	-11,3	-68,5	849,4	210,5	42,1	17,2	977,3	
2014	-35,9	-18,7	5,5	-10,6	-59,7	901,4	237,9	38,3	17,2	1.039,4	
2015	-28,2	-18,9	4,6	-12,9	-55,2	939,3	263,3	35,1	17,2	1.070,1	
2016	-25,7	-9,5	7,0	-17,4	-45,6	968,4	277,0	32,2	17,2	1.104,6	
2017	-20,6	-4,2	6,9	-16,8	-34,6	1.011,5	288,1	29,0	27,4	1.145,1	
2018	-15,9	-3,3	6,1	-17,4	-30,4	1.047,3	293,4	25,8	41,2	1.173,3	
2019	-16,2	-6,8	3,8	-16,1	-35,2	1.061,2	295,1	23,2	55,0	1.188,9	
2020	--	--	--	--	-119,7	--	--	--	--	1.311,6	
2021	--	--	--	--	-82,5	--	--	--	--	1.423,7	
2018	I	-21,4	-3,1	6,7	-16,0	-33,8	1.029,0	289,7	29,0	27,4	1.162,1
	II	-18,6	-2,9	5,5	-16,5	-32,5	1.034,9	293,4	29,4	34,9	1.166,0
	III	-18,0	-2,9	5,2	-16,0	-31,7	1.048,7	292,4	28,0	34,9	1.177,7
	IV	-15,9	-3,3	6,1	-17,4	-30,4	1.047,3	293,4	25,8	41,2	1.173,3
2019	I	-18,0	-3,2	5,5	-15,3	-31,0	1.066,0	296,9	26,0	43,1	1.196,7
	II	-17,3	-3,9	5,5	-18,4	-34,1	1.072,0	300,6	26,2	48,7	1.207,4
	III	-11,5	-8,2	4,6	-17,8	-33,0	1.070,3	298,1	25,2	52,4	1.203,8
	IV	-16,2	-6,8	3,8	-16,1	-35,2	1.061,2	295,1	23,2	55,0	1.188,9
2020	I	--	--	--	--	--	1.094,9	297,9	22,9	55,0	1.224,2
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB					
2013	-4,6	-1,6	0,6	-1,1	-6,7	83,3	20,6	4,1	1,7	95,8	
2014	-3,5	-1,8	0,5	-1,0	-5,8	87,3	23,1	3,7	1,7	100,7	
2015	-2,6	-1,8	0,4	-1,2	-5,1	87,2	24,4	3,3	1,6	99,3	
2016	-2,3	-0,9	0,6	-1,6	-4,1	86,9	24,9	2,9	1,5	99,2	
2017	-1,8	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	87,1	24,8	2,5	2,4	98,6	
2018	-1,3	-0,3	0,5	-1,4	-2,5	87,1	24,4	2,1	3,4	97,6	
2019	-1,3	-0,5	0,3	-1,3	-2,8	85,2	23,7	1,9	4,4	95,5	
2020	--	--	--	--	-10,4	--	--	--	--	114,0	
2021	--	--	--	--	-6,7	--	--	--	--	115,5	
2018	I	-1,8	-0,3	0,6	-1,4	-2,9	87,7	24,7	2,5	2,3	99,1
	II	-1,6	-0,2	0,5	-1,4	-2,7	87,5	24,8	2,5	2,9	98,6
	III	-1,5	-0,2	0,4	-1,3	-2,7	88,0	24,5	2,3	2,9	98,8
	IV	-1,3	-0,3	0,5	-1,4	-2,5	87,1	24,4	2,1	3,4	97,6
2019	I	-1,5	-0,3	0,5	-1,3	-2,6	87,9	24,5	2,1	3,6	98,6
	II	-1,4	-0,3	0,4	-1,5	-2,8	87,6	24,6	2,1	4,0	98,7
	III	-0,9	-0,7	0,4	-1,4	-2,7	86,7	24,1	2,0	4,2	97,5
	IV	-1,3	-0,5	0,3	-1,3	-2,8	85,2	23,7	1,9	4,4	95,5
2020	I	--	--	--	--	--	88,6	24,1	1,9	4,4	99,0

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

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

Gráfico 7.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

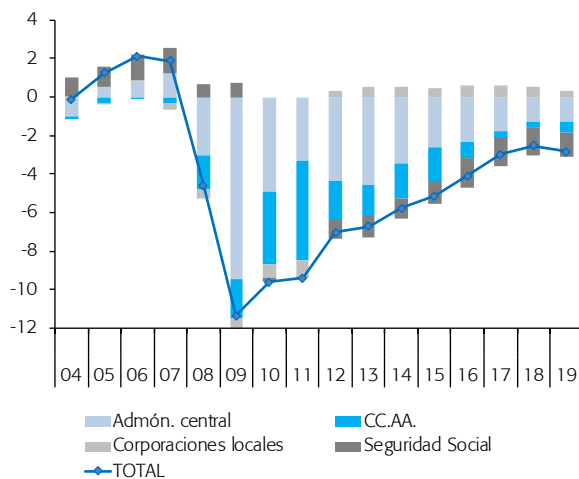
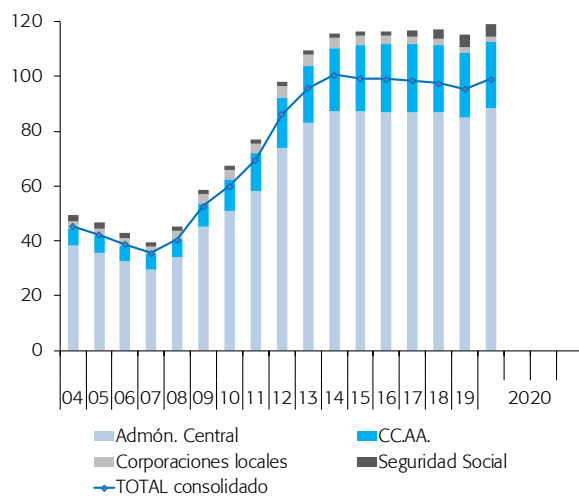


Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

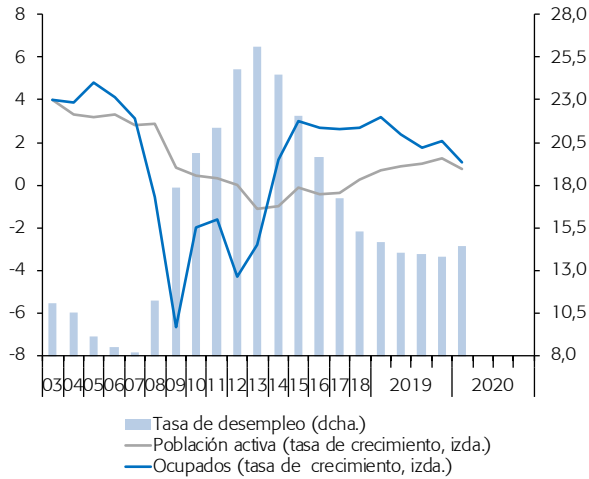
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
														CVE
	1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13	
	Millones							Porcentaje						
2013	38,6	23,2	--	17,1	--	6,1	--	60,0	44,4	26,1	55,5	24,4	37,0	
2014	38,5	23,0	--	17,3	--	5,6	--	59,6	45,0	24,4	53,2	23,0	34,5	
2015	38,5	22,9	--	17,9	--	5,1	--	59,5	46,4	22,1	48,3	20,9	30,5	
2016	38,5	22,8	--	18,3	--	4,5	--	59,2	47,6	19,6	44,4	18,7	26,6	
2017	38,7	22,7	--	18,8	--	3,9	--	58,8	48,7	17,2	38,6	16,3	23,8	
2018	38,9	22,8	--	19,3	--	3,5	--	58,6	49,7	15,3	34,4	14,3	21,9	
2019	39,3	23,0	--	19,8	--	3,2	--	58,6	50,4	14,1	32,6	13,2	20,1	
2020	39,3	23,1	--	18,7	--	4,3	--	58,6	47,6	18,8	--	--	--	
2021	39,5	23,1	--	19,2	--	4,0	--	58,5	48,5	17,1	--	--	--	
2018	I	38,8	22,7	22,7	18,9	19,0	3,8	3,8	58,6	48,9	16,7	36,3	15,7	24,3
	II	38,8	22,8	22,8	19,3	19,2	3,5	3,6	58,7	49,4	15,3	34,7	14,3	21,9
	III	38,9	22,9	22,8	19,5	19,3	3,3	3,5	58,6	49,6	14,6	33,0	13,7	20,6
	IV	39,0	22,9	22,8	19,6	19,4	3,3	3,4	58,6	49,8	14,4	33,5	13,5	20,8
2019	I	39,1	22,8	22,9	19,5	19,6	3,4	3,3	58,5	50,0	14,7	35,0	13,8	20,9
	II	39,2	23,0	23,0	19,8	19,6	3,2	3,3	58,6	50,0	14,0	33,2	13,1	20,3
	III	39,3	23,1	23,0	19,9	19,7	3,2	3,4	58,6	50,0	13,9	31,7	13,1	19,3
	IV	39,4	23,2	23,1	20,0	19,8	3,2	3,3	58,7	50,3	13,8	30,5	12,8	20,0
2020	I	39,5	23,0	23,0	19,7	19,8	3,3	3,3	58,3	50,0	14,4	33,0	13,3	21,2
		Tasas de crecimiento (d)							Diferencia sobre el año anterior en pp					
2013		-0,5	-1,1	--	-2,8	--	4,1	--	-0,4	-1,1	1,3	2,6	1,5	1,1
2014		-0,3	-1,0	--	1,2	--	-7,3	--	-0,4	0,7	-1,7	-2,3	-1,4	-2,5
2015		0,0	-0,1	--	3,0	--	-9,9	--	-0,1	1,4	-2,4	-4,9	-2,1	-4,0
2016		0,1	-0,4	--	2,7	--	-11,4	--	-0,3	1,2	-2,4	-3,9	-2,2	-3,8
2017		0,3	-0,4	--	2,6	--	-12,6	--	-0,4	1,1	-2,4	-5,9	-2,4	-2,8
2018		0,6	0,3	--	2,7	--	-11,2	--	-0,2	1,0	-2,0	-4,2	-2,0	-1,9
2019		1,0	1,0	--	2,3	--	-6,6	--	0,0	0,7	-1,2	-1,8	-1,1	-1,8
2020		0,2	0,1	--	-5,4	--	33,4	--	-0,1	-2,8	4,7	--	--	--
2021		0,5	0,3	--	2,4	--	-8,8	--	-0,1	0,9	-1,7	--	--	--
2018	I	0,4	-0,1	-0,1	2,4	0,5	-10,8	-2,9	-0,3	0,9	-2,0	-5,3	-2,1	-1,2
	II	0,5	0,5	0,2	2,8	1,1	-10,8	-4,4	-0,1	1,1	-1,9	-4,8	-2,0	-1,7
	III	0,6	0,3	0,1	2,5	0,7	-10,9	-2,9	-0,2	0,9	-1,8	-3,0	-1,8	-2,1
	IV	0,8	0,5	0,2	3,0	0,7	-12,3	-2,6	-0,2	1,1	-2,1	-3,9	-2,0	-2,8
2019	I	0,9	0,7	0,1	3,2	0,6	-11,6	-2,5	-0,1	1,1	-2,0	-1,4	-1,9	-3,4
	II	1,0	0,9	0,4	2,4	0,3	-7,4	0,5	-0,1	0,7	-1,3	-1,5	-1,3	-1,7
	III	1,1	1,0	0,4	1,8	0,2	-3,4	1,1	0,0	0,4	-0,6	-1,3	-0,6	-1,3
	IV	1,0	1,3	0,4	2,1	0,9	-3,4	-2,4	0,1	0,5	-0,7	-3,0	-0,7	-0,8
2020	I	1,0	0,7	-0,4	1,1	-0,4	-1,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,3	-2,0	-0,4	0,4

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

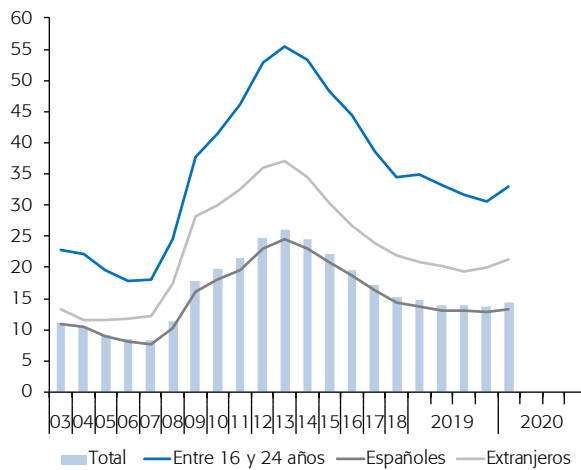
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

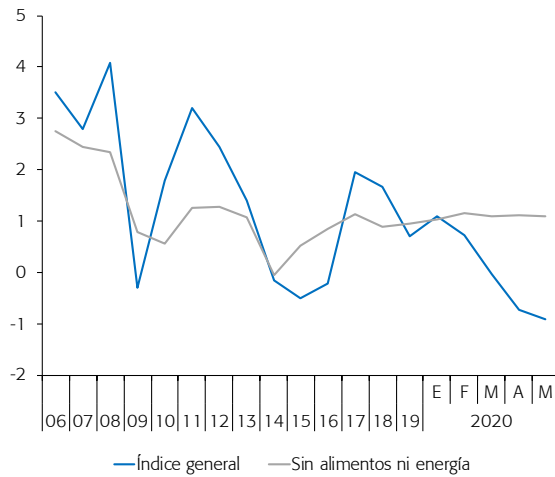
Previsiones en azul

	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 2019	100,00	65,72	80,55	24,81	40,91	14,83	7,51	11,95	22,34	
Índices, 2016 = 100										
2014	100,7	98,7	98,6	99,2	98,3	98,2	96,0	120,3	97,6	
2015	100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,7	109,4	98,7	
2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2017	102,0	101,1	101,1	100,2	101,6	100,7	102,6	108,0	101,3	
2018	103,7	102,1	102,0	100,2	103,1	101,7	105,8	114,7	103,1	
2019	104,4	103,0	102,9	100,4	104,6	102,2	107,8	113,2	104,0	
2020	104,3	103,9	103,9	100,6	105,8	104,1	112,9	101,7	106,9	
2021	105,4	104,8	104,9	100,8	107,1	105,5	115,8	102,6	108,8	
Tasas de crecimiento interanual										
2014	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-0,1	
2015	-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,2	
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,3	
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8	
2019	0,7	1,0	0,9	0,3	1,4	0,5	1,9	-1,2	0,9	
2020	-0,1	0,8	1,0	0,2	1,2	1,9	4,7	-10,2	2,8	
2021	1,1	0,8	0,9	0,2	1,2	1,3	2,6	1,0	1,7	
2020	Ene	1,1	1,0	1,0	0,3	1,4	1,0	3,5	0,0	1,8
	Feb	0,7	1,1	1,2	0,4	1,5	1,3	2,7	-3,3	1,8
	Mar	0,0	1,0	1,1	0,3	1,4	1,4	3,9	-9,7	2,2
	Abr	-0,7	0,9	1,1	0,3	1,3	1,9	6,9	-17,1	3,5
	May	-0,9	0,9	1,1	0,1	1,3	2,0	5,4	-17,7	3,1
	Jun	-0,5	0,8	1,0	0,1	1,2	2,0	4,3	-13,7	2,8
	Jul	-0,4	0,8	1,0	0,2	1,2	2,1	4,3	-12,8	2,8
	Ago	-0,2	0,7	1,0	0,1	1,1	1,9	4,5	-11,1	2,8
	Sep	0,0	0,7	1,0	0,1	1,0	2,2	5,3	-9,9	3,2
	Oct	-0,1	0,6	0,9	0,0	1,0	2,1	5,3	-10,1	3,2
	Nov	0,0	0,6	0,9	0,0	1,0	2,3	5,0	-9,1	3,2
	Dic	0,2	0,6	0,9	0,1	0,9	2,4	5,3	-8,0	3,4
2021	Ene	0,1	0,7	1,0	0,1	1,0	2,4	5,4	-9,3	3,4
	Feb	0,3	0,7	0,9	0,1	1,0	2,0	5,7	-7,5	3,2
	Mar	0,9	0,7	0,9	0,1	1,0	1,8	4,7	-1,7	2,8
	Abr	1,4	0,7	0,8	0,1	1,1	1,3	1,6	6,0	1,4
	May	1,6	0,8	0,8	0,2	1,1	1,1	2,8	6,9	1,7
	Jun	1,5	0,8	0,9	0,2	1,2	1,1	3,3	5,3	1,8
	Jul	1,4	0,9	0,9	0,3	1,3	1,1	2,7	3,9	1,6
	Ago	1,3	0,9	0,9	0,3	1,3	1,0	2,2	3,2	1,4
	Sep	1,2	1,0	1,0	0,3	1,4	1,0	1,6	2,5	1,2
	Oct	1,1	1,0	1,0	0,3	1,4	0,9	1,1	2,3	1,0
	Nov	1,0	1,0	1,0	0,2	1,4	0,9	0,6	1,8	0,8
	Dic	1,0	1,0	1,0	0,3	1,5	0,8	0,0	1,2	0,6

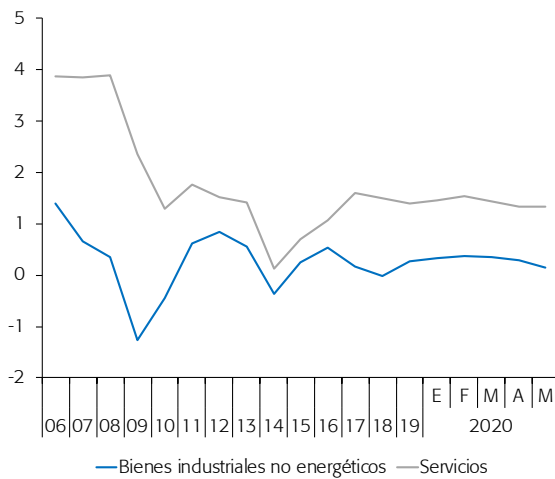
Fuente: INE y Funcas (previsiones),

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				
2013	100,1	103,5	100,5	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	99,9	102,1	99,7	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,4	--
2015	100,5	100,0	100,0	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016	100,8	96,9	99,6	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,3	156,3	--
2017	102,2	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,3	--
2018	103,3	104,1	103,0	79,3	77,4	57,3	145,4	143,8	150,6	158,5	--
2019	104,9	103,6	103,2	83,3	79,8	57,7	148,7	146,4	155,7	162,7	--
2020 (b)	105,5	100,0	103,3	84,7	--	--	--	--	--	--	--
2018 II	103,2	103,4	103,1	78,8	77,2	58,5	147,0	146,2	149,6	155,6	--
III	103,3	105,6	103,1	80,5	77,3	55,7	141,3	138,0	151,4	163,3	--
IV	103,9	105,2	103,0	80,9	78,7	56,6	152,2	152,7	150,6	166,8	--
2019 I	104,2	104,2	103,0	82,1	79,6	57,3	144,1	140,5	155,2	152,1	--
II	104,8	104,3	103,4	83,0	79,6	59,0	150,6	149,2	155,0	160,4	--
III	104,9	103,3	103,2	84,3	79,7	58,2	144,3	140,6	155,9	167,0	--
IV	105,8	102,8	103,0	83,8	80,4	56,5	155,7	155,4	156,6	171,2	--
2020 I (b)	105,5	101,4	103,5	84,7	79,8	--	145,3	141,5	156,7	158,5	--
2020 Feb	--	102,0	103,6	--	--	--	--	--	--	--	--
Mar	--	98,9	103,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Abr	--	95,9	102,8	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
2013	0,4	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,5
2014	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,2	0,5
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,7	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,1	1,0
2017	1,4	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,0	1,4
2018	1,1	3,0	1,1	6,7	3,4	-1,6	1,0	1,0	1,0	1,4	1,8
2019	1,6	-0,4	0,1	5,1	3,2	0,7	2,2	1,9	3,4	2,6	2,3
2020 (d)	1,3	-4,1	0,2	3,2	0,3	--	0,8	0,7	1,0	4,2	2,0
2018 II	1,0	3,0	1,1	6,8	2,6	-2,1	0,6	0,5	1,0	0,9	1,6
III	0,9	5,0	1,1	7,2	2,2	-4,3	1,9	1,9	1,9	2,7	1,7
IV	1,3	3,1	0,8	6,6	0,4	3,0	0,9	0,9	0,7	1,2	1,8
2019 I	1,4	1,9	0,2	6,8	1,5	-2,1	2,1	1,7	3,0	2,4	2,2
II	1,6	0,9	0,3	5,3	1,2	0,9	2,5	2,1	3,6	3,1	2,2
III	1,6	-2,2	0,1	4,7	1,6	4,5	2,2	1,9	3,0	2,3	2,3
IV	1,7	-2,3	0,0	3,6	-0,6	-0,2	2,3	1,8	4,0	2,7	2,3
2020 I (e)	1,3	-2,7	0,4	3,2	1,1	--	0,8	0,7	1,0	4,2	2,0
2020 Mar	--	-4,9	0,1	--	--	--	--	--	--	--	2,0
Abr	--	-8,4	-0,6	--	--	--	--	--	--	--	2,0
May	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2,0

(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento sobre el trimestre anterior para datos trimestrales, 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 de crecimiento de la media mensual disponible sobre la media mensual del trimestre anterior.

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

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

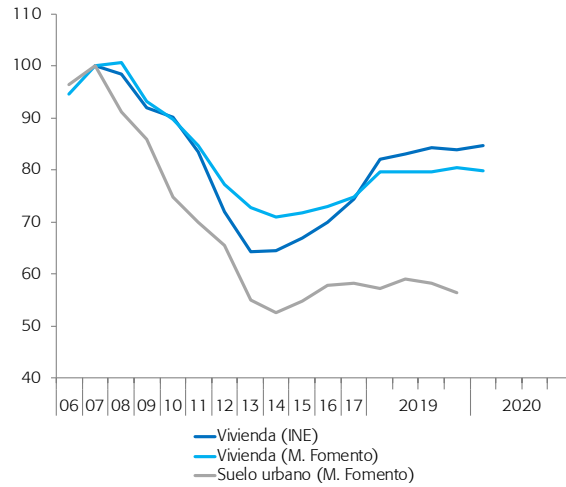
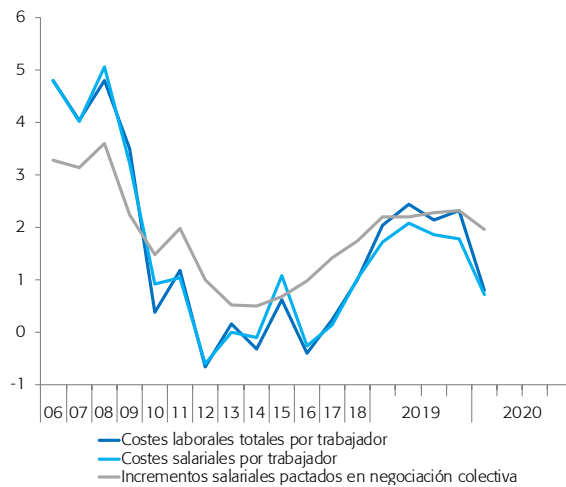


Gráfico 10.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

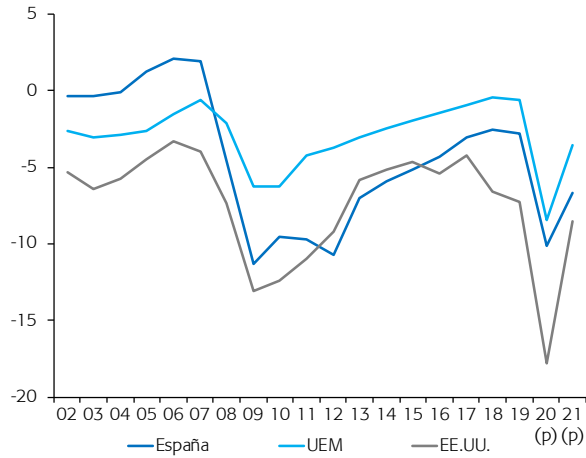
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.			Deuda pública bruta consolidada			Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
Miles de millones de moneda nacional									
2007	20,3	-59,8	-576,0	384,7	6.192,2	9.341,2	-101,4	23,2	-728,5
2008	-50,7	-207,4	-1.084,5	440,6	6.700,8	10.838,3	-98,8	-49,9	-866,1
2009	-120,6	-577,8	-1.896,6	569,5	7.440,5	12.525,9	-43,7	63,4	-564,3
2010	-102,2	-597,8	-1.863,1	649,2	8.199,1	14.301,9	-39,2	59,0	-497,7
2011	-103,6	-414,5	-1.709,1	743,0	8.658,8	15.501,9	-29,0	87,1	-412,4
2012	-110,7	-364,6	-1.493,3	889,9	9.114,9	16.718,0	0,9	226,3	-206,8
2013	-71,8	-299,3	-977,4	977,3	9.429,4	17.582,1	20,8	281,2	-208,2
2014	-61,1	-250,2	-910,9	1.039,4	9.674,6	18.299,9	17,5	315,3	-86,4
2015	-55,8	-208,2	-842,3	1.070,1	9.792,7	19.072,3	21,8	361,3	-169,2
2016	-48,0	-157,8	-1.009,4	1.104,6	9.970,0	19.991,2	35,4	390,6	-329,4
2017	-35,1	-108,0	-831,8	1.145,1	10.061,7	20.688,3	31,1	423,6	-399,0
2018	-30,5	-53,0	-1.357,9	1.173,3	10.161,1	22.369,1	23,3	432,1	-520,3
2019	-35,2	-77,0	-1.549,1	1.188,9	10.250,4	23.806,4	25,2	398,5	-608,0
2020	-114,5	-941,8	-3.541,7	1.307,9	11.440,5	27.127,7	36,1	374,1	-
2021	-81,7	-424,4	-1.813,2	1.389,6	11.855,4	28.987,7	32,7	432,6	-
Porcentaje del PIB									
2007	1,9	-0,6	-4,0	35,8	65,9	64,6	-9,4	0,2	-5,0
2008	-4,6	-2,2	-7,4	39,7	69,6	73,7	-8,9	-0,5	-5,9
2009	-11,3	-6,2	-13,1	53,3	80,2	86,7	-4,1	0,7	-3,9
2010	-9,5	-6,3	-12,4	60,5	86,0	95,4	-3,7	0,6	-3,3
2011	-9,7	-4,2	-11,0	69,9	88,4	99,7	-2,7	0,9	-2,7
2012	-10,7	-3,7	-9,2	86,3	92,7	103,2	0,1	2,3	-1,3
2013	-7,0	-3,0	-5,8	95,8	94,9	104,7	2,0	2,8	-1,2
2014	-5,9	-2,5	-5,2	100,7	95,1	104,4	1,7	3,1	-0,5
2015	-5,2	-2,0	-4,6	99,3	93,0	104,7	2,0	3,4	-0,9
2016	-4,3	-1,5	-5,4	99,2	92,2	106,8	3,2	3,6	-1,8
2017	-3,0	-1,0	-4,3	98,6	89,8	106,0	2,7	3,8	-2,0
2018	-2,5	-0,5	-6,6	97,6	87,8	108,7	1,9	3,7	-2,5
2019	-2,8	-0,6	-7,2	95,5	86,0	111,1	2,0	3,3	-2,8
2020	-10,1	-8,5	-17,8	115,6	102,7	136,2	3,2	3,4	-
2021	-6,7	-3,5	-8,5	113,7	98,8	136,6	2,7	3,6	-

Fuente: Comisión Europea. Previsiones, primavera 2020.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.

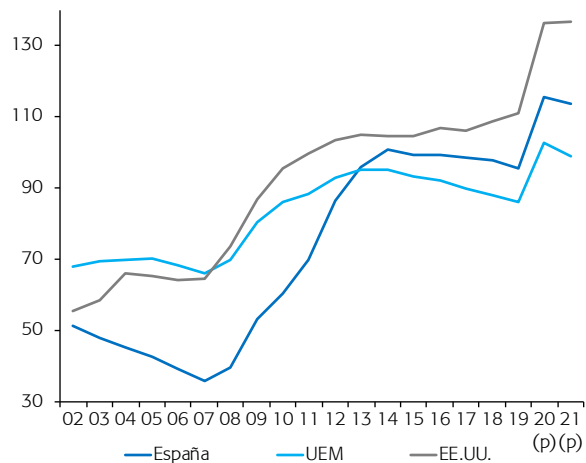
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población

	Población									
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	Bajas exteriores de nacidos en España
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	726.009	33.053
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	464.443	39.211
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	370.515	51.666
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	399.947	66.803
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	455.679	74.873
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,3	85,8	52,9	28,4	13,2	534.574	71.508
2017	46.572.132	42,9	18,8	80,4	85,7	53,2	28,8	13,3	637.375	63.754
2018	46.722.980	43,1	19,1	80,5	85,9	53,6	29,3	13,7	760.804	56.745
2019	47.026.208	43,3	19,3			53,7	29,6	14,4	873.842	61.338
2020*	47.431.256	43,6	19,4			53,5	29,8	15,2		
Fuentes:	EPC	EPC	EPC	ID INE	ID INE	EPC	EPC	EPC	EVR	EVR

ID INE: Indicadores Demográficos INE, EPC: Estadística del Padrón Municipal, EVR: Estadística de Variaciones Residenciales.

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

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

* 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 (%)
2008	16.742	2,71	12,0	10,2
2010	17.174	2,67	12,8	9,9
2012	17.434	2,63	13,7	9,9
2014	18.329	2,51	14,2	10,6
2015	18.376	2,54	14,6	10,7
2016	18.444	2,52	14,6	10,9
2017	18.512	2,52	14,2	11,4
2018	18.581	2,51	14,3	11,5
2019	18.697	2,52		
2020*	18.774	2,53		
Fuentes:	EPA	EPA	EPF	EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Matrimonios del mismo sexo (%)
2008	8,5	8,4	2,39	32,4	30,2	1,62
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,87
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,04
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,06
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,26
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,46
2017	7,4	7,0	2,11	35,3	33,2	2,67
2018	7,1	6,6	2,04	35,6	33,4	2,90
2019	7,0*	6,6*				
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MNP

Cuadro 2 (continuación)

Hogares y familias

	Fecundidad					
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad (españolas)	Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras)	Nacimientos de madre no casada (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
2008	29,3	1,36	1,83	33,2	11,8	55,6
2010	29,8	1,30	1,68	35,5	11,5	58,3
2012	30,3	1,27	1,56	39,0	12,0	61,5
2014	30,6	1,27	1,62	42,5	10,5	63,3
2015	30,7	1,28	1,66	44,4	10,4	65,3
2016	30,8	1,27	1,72	45,8	10,4	65,8
2017	30,9	1,25	1,71	46,8	10,5	66,1
2018	31,0	1,20	1,65	47,3	11,1	65,3
2019	31,1*	1,17*	1,59*			
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

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

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

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 1.000 habitantes.

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

■ Los datos se refieren al periodo enero-marzo.

• Datos provisionales.

Cuadro 3

Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2014	24,4	6,1	27,2	42,3
2015	23,3	6,6	27,5	40,9
2016	22,4	6,6	28,1	40,7
2017	21,4	6,6	28,5	41,2
2018	20,5	6,4	29,2	42,4
2019	19,3	6,3	30,3	44,7
2020*	18,5	6,1	30,7	44,8
Fuentes	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1er y 2º ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de €)	Gasto público (% PIB)
2008	1.763.019	629.247	472.604	1.377.228	50.421	51.716.008	4,63
2010	1.872.829	672.213	555.580	1.445.392	104.844	53.099.329	4,91
2012	1.912.324	692.098	617.686	1.450.036	113.805	46.476.414	4,47
2014	1.840.008	690.738	652.846	1.364.023	142.156	44.846.415	4,32
2015	1.808.322	695.557	641.741	1.321.698	171.043	46.597.784	4,31
2016	1.780.377	687.595	652.471	1.303.252	190.143	47.578.997	4,25
2017	1.767.179	676.311	667.984	1.287.791	209.754	49.458.049	4,24
2018	1.750.106	667.287	675.942	1.293.892*	214.528*	50.807.185	4,23
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD

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

■ Los datos se refieren al periodo enero-marzo.

• Datos provisionales.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1.000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019	807.614	6.038.326	1.138	957.500	975	2.361.620	712
2020 [■]	1.998.060	6.092.494	1.156	957.890	985	2.356.946	722

Fuentes: INEM INSS INSS INSS INSS INSS INSS

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	
2008	646.186	265.314	199.410	63.626
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643
2016	997.192	254.741	199.762	21.350
2017	902.193	256.187	199.120	19.019
2018	853.437	256.842	196.375	16.472
2019	912.384	259.570	193.122	14.997
2020 [■]	1.023.358	261.916	190.274	13.772

Fuentes: INEM IMSERSO IMSERSO IMSERSO

INEM: Instituto Nacional de Empleo. INSS: Instituto Nacional de la Seguridad Social. 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-mayo.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

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

Fuentes: OCDE OCDE OCDE OCDE

Cuadro 5 (continuación)

Protección social: sanidad

	Personal y recursos			
	Médicos en atención especializada (por 1.000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Enfermeras/os en atención especializada (por 1.000 hab.)	Enfermeras/os atención primaria (por 1.000 personas asignadas)
2008	1,8	0,8	3,0	0,6
2010	1,8	0,8	3,2	0,6
2012	1,8	0,8	3,1	0,6
2014	1,8	0,8	3,1	0,7
2015	1,9	0,8	3,2	0,7
2016	1,9	0,8	3,3	0,6
2017	1,9	0,8	3,4	0,6
2018		0,8		0,7
Fuente:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

	Satisfacción*		Tiempo en lista de espera (días)	
	Con el funcionamiento del sistema sanitario público	Con el conocimiento del historial y el seguimiento de sus problemas de salud por el médico de familia y el pediatra	Para intervenciones quirúrgicas no urgentes	Para primera consulta de especialista
2008	6,4	7,0	71	59
2010	6,6	7,3	65	53
2012	6,6	7,5	76	53
2014	6,3	7,5	87	65
2015	6,4	7,5	89	58
2016	6,6	7,6	115	72
2017	6,7	7,5	106	66
2018	6,6	7,5	129	96
2019			115	81
Fuente:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

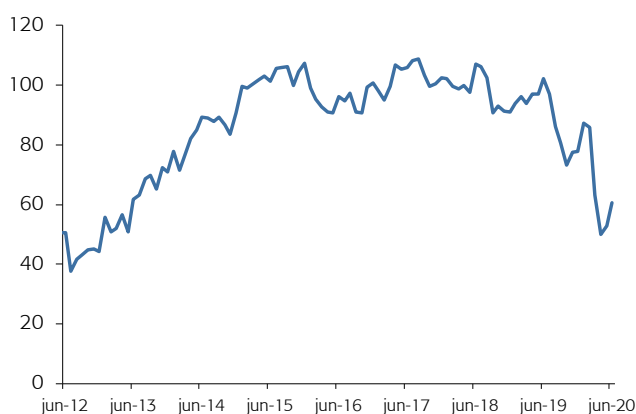
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo. INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional del Salud.

* 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".

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (junio 2012-junio 2020)



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

Fuente: Estudios ICC (Índice de Confianza del Consumidor), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

2. FLASH SOCIAL. Covid-19: la preocupación por la economía cobra intensidad, especialmente entre los jóvenes

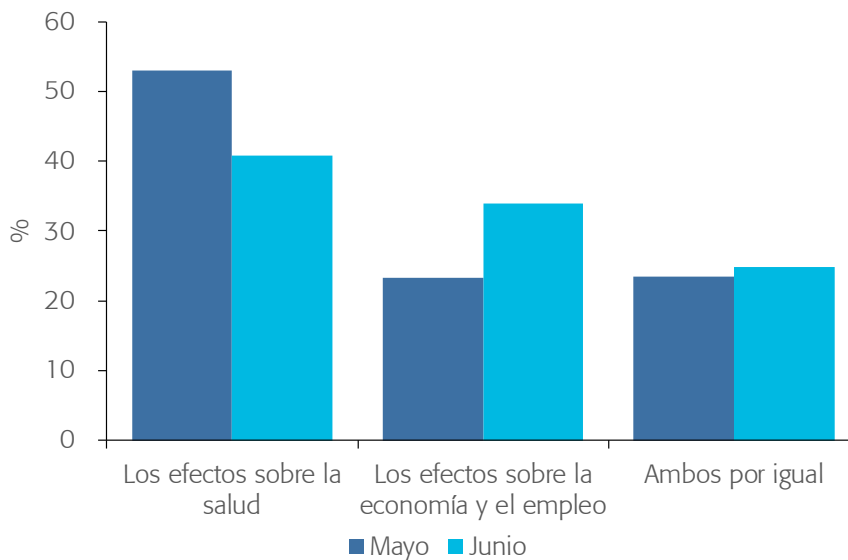
109

Con los avances en el control de la emergencia sanitaria, la preocupación por el impacto económico de la crisis ha adquirido más peso en la opinión pública. Así se desprende de los Barómetros de Opinión del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) de mayo y junio de 2020. En mayo, aproximadamente dos meses tras la declaración del estado de alarma, más de la mitad de la población (53%) todavía declaraba sentirse más preocupada por los efectos sanitarios de la crisis que por los económicos, mientras que una cuarta parte (23%) reconocía mayor preocupación por la economía y el empleo que por la salud. Un mes después, en junio, la distribución de las opiniones es notablemente diferente: la proporción de los que manifiestan su mayor preocupación por los efectos de la crisis sobre la salud se ha reducido algo más de 10 puntos, prácticamente los que ha ganado la proporción de aquellos a quienes preocupa más la economía y el empleo, que ya representan una tercera parte del total de encuestados (34%). El porcentaje de quienes se muestran igual de preocupados por ambas dimensiones de la crisis se ha mantenido estable en torno al 25% (gráfico 2).

Centrando la atención en los datos más recientes (junio de 2020), se observa que la preocupación predominante por la economía se halla más extendida entre los hombres que entre las mujeres (gráfico 3). Pero más destacable es el efecto de la variable "edad": a medida que desciende la edad de los entrevistados, aumenta su preocupación prioritaria por la economía, hasta el punto que, entre los menores de 35 años, la proporción de aquellos que se declaran más preocupados por la economía que por la salud supera a la de aquellos que sienten mayor preocupación por la salud que por la economía (gráfico 4). En el mes de mayo, la principal preocupación de los menores de 35 años aún radicaba en los efectos del coronavirus sobre la salud (a un 53% de ellos les preocupaban más esos efectos que los económicos, que suscitaban la preocupación prioritaria de un 30%).

Gráfico 2

Preocupación por los efectos de la crisis en la salud y la economía (mayo-junio 2020)



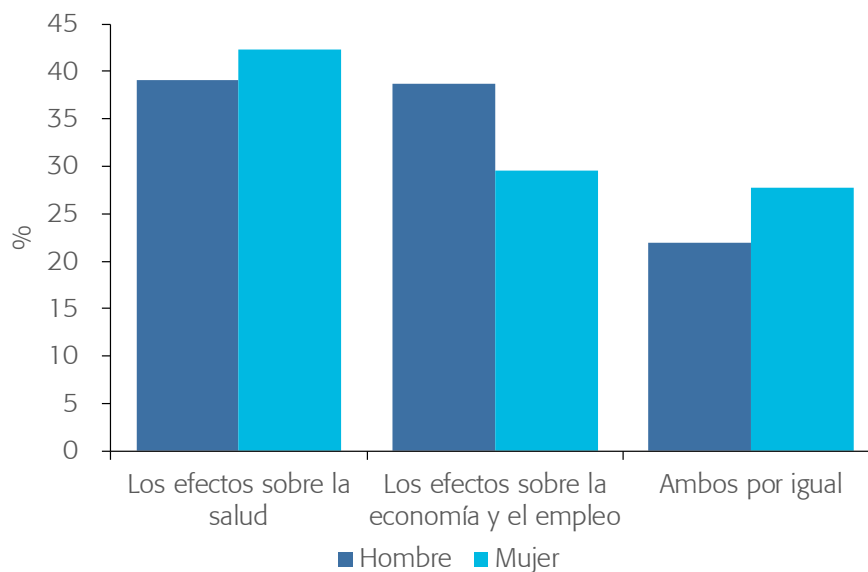
Pregunta: "En estos momentos, ¿qué le preocupa a Ud. más, los efectos de esta crisis sobre la salud, o los efectos de la crisis sobre la economía y el empleo?"

Fuente: CIS, Barómetros de mayo (3281) y junio (3283) de 2020 (www.cis.es).

110

Gráfico 3

Preocupación por los efectos de la crisis en la salud y la economía, por sexo (junio 2020)

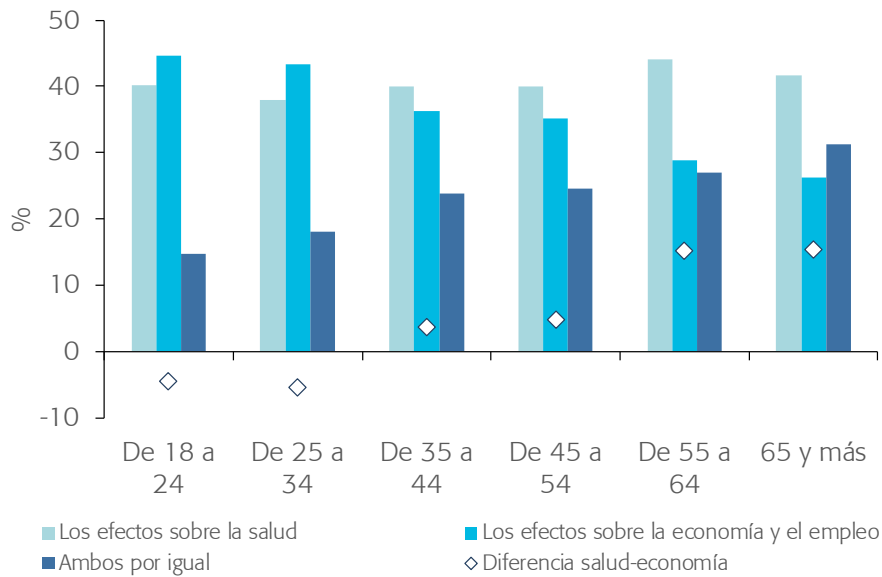


Pregunta: "En estos momentos, ¿qué le preocupa a Ud. más, los efectos de esta crisis sobre la salud, o los efectos de la crisis sobre la economía y el empleo?"

Fuente: CIS, Barómetro de junio (3283) de 2020 (www.cis.es).

Gráfico 4

Preocupación por los efectos de la crisis en la salud y la economía, por edad (junio 2020)



Pregunta: "En estos momentos, ¿qué le preocupa a Ud. más, los efectos de esta crisis sobre la salud, o los efectos de la crisis sobre la economía y el empleo?"

Fuente: CIS, Barómetro de junio (3283) de 2020 (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 30 de junio de 2020

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	1,6	Febrero 2020
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	2,1	Febrero 2020
Dudosos (% var. mensual medio)	0,8	Febrero 2020
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	971.253	Mayo 2020
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	176.040	Mayo 2020
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	2	Mayo 2020
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	56,92	Marzo 2020
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	10.040,37	Marzo 2020
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	78.602,17	Marzo 2020
Ratio "oficinas/entidades"	123,24	Marzo 2020

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2020 mayo	2020 junio	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,2	4,1	5,0	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,7	-0,309	-0,354	-0,307	-0,413	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,1	-0,117	-0,249	-0,085	-0,225	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	3,8	1,4	0,6	0,6	0,4	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	3,9	1,5	-	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": Los tipos de interés interbancarios han disminuido en el mes de junio, en un entorno de prolongada incertidumbre en los mercados por la crisis del coronavirus y el temor a posibles rebrotes. El euríbor a 3 meses ha bajado del -0,307% de mayo al -0,413% de junio, mientras que la referencia a 12 meses ha disminuido del -0,085% de mayo al -0,205% de junio. Los tipos de interés se mantienen en terreno negativo, lo que está, en parte, propiciado por un entorno monetario más expansivo, tras la ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha disminuido al 0,4%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2020 abril	2020 mayo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	18,4	84,2	288,7	28,19	26,81	(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	18,1	49,2	87,2	15,39	13,61	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,5	1,07	0,01	0,00	0,58	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	0,5	1,84	1,2	2,43	0,29	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	0,6	-0,52	-0,54	-0,44	-0,54	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	701,8	1.164,63	1.311,87	-	-	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	0,3	-5,9	1,2	2,5	2,7	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	3,1	-5,3	-7,4	-44,7	-4,2	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	1.015,6	862,6	881,6	684,7	714,6 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.772,1	8.539,9	8.812,9	6.922,3	7.231,4 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2020 abril	2020 mayo	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,8	12,2	13,2	12	17,4 (a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en el IBEX-35
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (%var.)	BE y Bolsa de Madrid		-	-	-	-	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (%var.)	BE y AIAF		-	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF		-	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	1,3	-6,1	-14,4	-63,9	54,2	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	10,3	58,5	30	-28,6	170	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 30 de junio de 2020.

Comentario "Mercados financieros": Durante el mes de mayo (último dato disponible) se produjo una disminución en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 26,81%) y de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 13,61%). En junio, las bolsas han recuperado terreno, aunque con una elevada volatilidad ante la incertidumbre por la persistencia del Covid-19 en numerosos países. El IBEX-35 se sitúa a mitad de junio en los 7.231,4 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid en 714,6 puntos. En mayo (último dato disponible), las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 54,2%, mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice lo hicieron en un 170%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2017	2018	2019 (3T)	2019 (4T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-2,3	2	1,5	2,2	2,3	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/ PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	2,1	0,5	0,1	2,4	2,2	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	261,5	287,4	280,7	288,9	282,0	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2017	2018	2019 (3T)	2019 (4T)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	64,6	61,3	58,9	57,4	56,9	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (%var. trimestral medio)	BE	0,5	3,8	-1,6	-0,3	1,5	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (%var. trimestral medio)	BE	-1,5	-0,1	0,1	-1,5	0,3	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": En el cuarto trimestre de 2019 el ahorro financiero en el conjunto de la economía aumentó al 2,3% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 2,2% del PIB. Se observa, asimismo, una ligera disminución de la deuda financiera de las economías domésticas, hasta el 56,9% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2020 marzo	2020 abril	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	6,1	-4,7	0,2	0,9	1,6	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	7,0	0,7	0,3	1,7	2,1	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,95	-0,9	-0,3	5,5	3,0	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,3	-8,8	0,5	-3,6	-0,2	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	-0,6	-1,6	-2,5	-2,6	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 2001-2017	2018	2019	2020 marzo	2020 abril	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,3	-2,3	-1,7	0,4	0,8	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	2,6	-1,4	-1,1	-13,2	-0,9	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	7,8	-4,1	0,3	-2,4	0,04	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En abril se observó un aumento del crédito al sector privado del 1,6%. Los depósitos aumentaron un 2,1%. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 3%, mientras que las acciones y participaciones lo disminuyeron un -0,2%. Asimismo, se produjo un aumento de los préstamos dudosos del 0,8% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	media 2000-2016	2017	2018	2019 diciembre	2020 marzo	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	187	122	115	114	113	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español.
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	75	83	83	81	81	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	237.662	187.472	181.999	181.999(a)	-	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	38.895	27.320	26.011	23.851	23.565	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	BE	327.735	762.54	725.445	642.118	971.253 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total eurozona
41. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	68.891	170.445	167.421	132.611	176.040 (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 2000-2016	2017	2018	2019 diciembre	2020 marzo	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de euros)	BE	19.286	96	167	102	2 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2018.

(b): Último dato a 31 de mayo de 2020.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En mayo de 2020, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 176.040 millones de euros.

PRO-MEMORIA: Desde enero de 2015, el Banco Central Europeo viene informando, asimismo, del importe de los distintos programas de compra de activos. En mayo de 2020, su valor en España era de 374.992 millones de euros y de 2,9 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 2000-2016	2017	2018	2019	2020 (IT)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	49,6	54,03	54,39	53,30	56,92	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de este ratio se obtienen directamente partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito.
44. Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	BE	3.756,85	6.532,25	9.461,19	9.574,38	10.040,37	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado.
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	23.407,19	47.309,12	68.190,72	74.450,04	78.602,17	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	203,20	122,22	131,36	123,09	123,24	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,15	6,97	7,2	7,7	7,9	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,05	0,84	-0,79	0,25	-1,12	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,43	0,44	0,57	0,59	-0,01	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	6,01	3,66	4,25	6,96	0,21	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": En el primer trimestre de 2020 se observó una caída de la rentabilidad en el sector bancario español, provocada por la crisis sanitaria de la covid-19 y en el que un gran número de entidades decidieron dotar cuantiosas provisiones para posibles pérdidas derivadas de la incidencia del coronavirus.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS**Últimos números publicados:****PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA**

N.º 164. Crecimiento económico

PANORAMA SOCIAL

N.º 30. Opinión pública y encuestas

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 276. Terapéutica de urgencias ante el Gran Confinamiento

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 9, N.º 3 (2020). Spain and the EU: Assessment of policy responses to COVID-19

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 9. Abril (2020)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 93. Las desigualdades económicas en España: realidades y percepciones / Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez

LIBROS

Tres ensayos sobre Europa

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES**AÑO 2020**

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

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

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

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

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

SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS**INTERNET:** <http://www.funcas.es/Publicaciones/Publicaciones.aspx?Id=0>**E-MAIL:** publica@funcas.es

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

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

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

Pedidos e información:

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



ISSN: 2254-3422



97722543427