

300

Mayo-Junio 2024
(nueva época)

Cuadernos de Información Económica

Retos de la banca
española

Tipos de interés
y bancos centrales

Depósitos y política
monetaria

Deuda privada
española

Mercado de crédito
en España

Tasa de abandono
educativa

Capitalización de
la empresa española

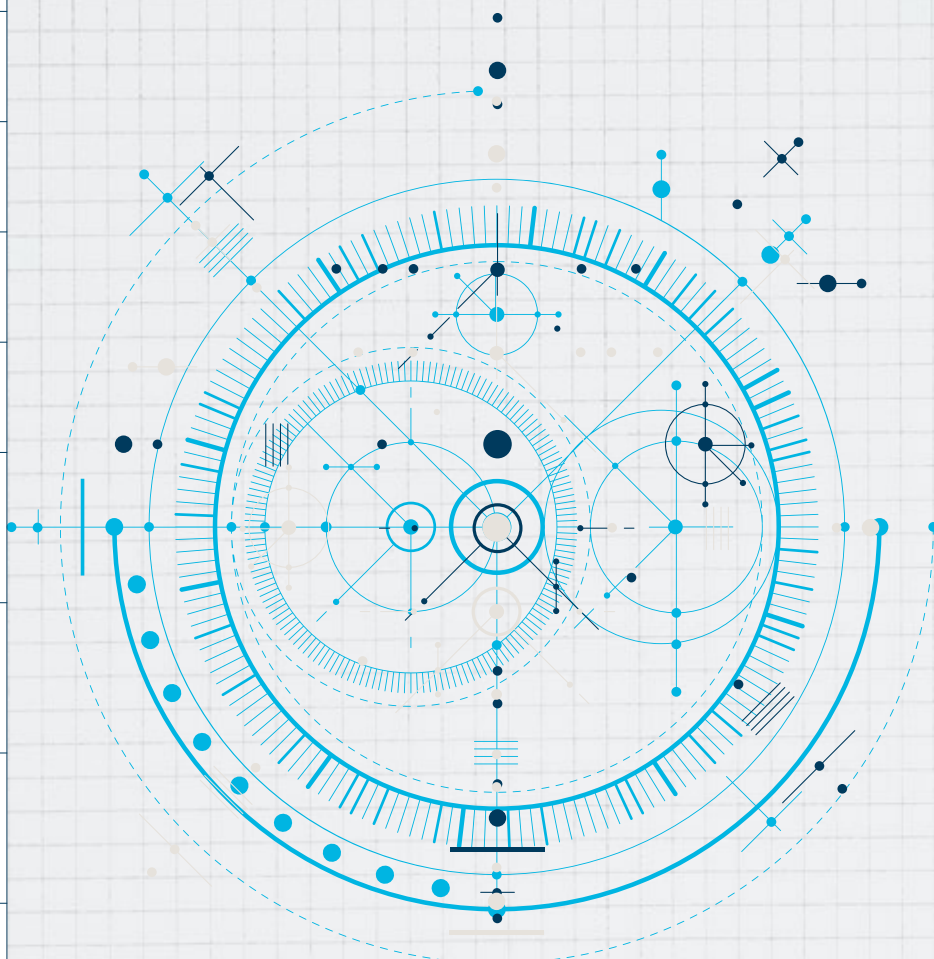
Dinamismo
empresarial
en España

Cuentas de hogares
y empresas no
financieras

Comercio e inversión
internacional de
la UE

 funcas

Desafíos tras la “normalización” financiera



Director

Francisco Rodríguez Fernández

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.

Patronato**Presidente**

Isidro Fainé Casas

Vicepresidente

José María Méndez Álvarez-Cedrón

Secretario

Fernando Conlledo Lantero

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

Edita:

Funcas

Caballero de Gracia, 28.

28013 Madrid

Diseño y maquetación:

PSD

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.

Sumario

Mayo-Junio 2024



Pág. 3

Carta de la redacción



Pág. 7

CIE inicia una nueva época
Carlos Ocaña Pérez de Tudela



01

Pág. 8

Retos de la banca española cincuenta años después de la liberalización

Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández



02

Pág. 18

El riesgo de tipo de interés llega a los bancos centrales

Ángel Berges y Salvador Jiménez



03

Pág. 28

Depósitos y transmisión de la política monetaria

David Marques-Ibañez y Alessio Reghezza



04

Pág. 40

El servicio de la deuda privada española en el contexto internacional

Joaquín Maudos



05

Pág. 50

Los efectos de la pandemia y la crisis inflacionaria en el gap de financiación del mercado de crédito en España

Borja Gambau Suelves y Montaña González Broncano



06

Pág. 64

La tasa de abandono educativa en España y PISA 2022

Ismael Sanz y Jorge Sainz



07

Pág. 76

La capitalización de la empresa española desde la crisis financiera

Vicente Salas Fumás



08

Pág. 88

El dinamismo empresarial en España después de las crisis recientes

Ramon Xifré



09

Pág. 100

Las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2023

María Jesús Fernández



10

Pág. 110

El comercio exterior y la inversión internacional de la UE ante la reglobalización

Raymond Torres y Patricia Sánchez Juanino

Carta de la Redacción

En marzo de 1987 CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA, se presentaba con una nota editorial que sugería que “vivimos una época de ‘hiperinformación’. El escaso tiempo disponible (...) se ve asediado por una multiplicidad de libros, folletos, publicaciones e informes periódicos que sobrepasan la capacidad de digerir información de quienes los reciben, al mismo tiempo que acucian en la necesidad de estar al día”. Es curiosa la coincidencia, tanto años después, en la sensación de cierto agobio por la información publicada y la capacidad para abarcarla. Hoy somos más conscientes, no nos queda más remedio, de la imposibilidad de aprehender buena parte de ella. Por eso, el análisis económico y las publicaciones orientadas a ello han ganado en relevancia y en transversalidad. Por esa razón, ahora que esta revista cumple 300 volúmenes, se inicia una nueva época en que pretende, más que nunca, ser un cuaderno en el que se esbocen las principales reflexiones y hechos coyunturales del análisis y la política económica, así como de los indicadores y previsiones. Se abordarán también algunos contenidos de índole algo más social y también algunos particularmente orientados a la educación financiera.

Esta nueva etapa persigue adaptarse a los nuevos tiempos que requieren mayor variedad en los contenidos y reforzar tres aspectos cruciales de esta revista que no siempre es sencillo conciliar: independencia, rigor y lenguaje no estrictamente técnico.

Será esta nueva etapa una en la que la sencillez se intentará hacer compatible con la novedad y la calidad, tratando de llegar a un público más amplio. Celebramos un esfuerzo y un deseo y, desde Funcas, queremos agradecer a nuestros lectores de siempre su confianza así como dar la bienvenida a todos ellos que quieran acercarse a estas líneas con una nueva mirada.

Este volumen especial 300 cuenta con un número importante de artículos que abordan los efectos de la llamada “normalización” financiera una vez que, tras la vuelta de los tipos de interés y su aparente estabilización actual (a la espera de posibles bajadas), un número importante de agentes económicos están afrontando retos financieros importantes, incluyendo hogares, empresas, entidades financieras, bancos centrales y gobiernos. El número se abre con el artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ que analizan, en “Los retos de la banca española cin-

cuenta años después de la liberalización”, la evolución estructural y la rentabilidad del sector bancario español, comparando los retos actuales con los que se han afrontado en las últimas décadas. Se examinan los desafíos regulatorios, la digitalización y las crisis económicas, destacando la resiliencia del sector. Los autores subrayan la importancia de la tecnología en la transformación del modelo de servicio bancario y en la adaptación a las expectativas cambiantes de los clientes, así como los recientes intentos de fusión entre grandes bancos y los resultados financieros del primer trimestre de 2024.

Los contenidos financieros se amplían con el artículo de ÁNGEL BERGES y SALVADOR JIMÉNEZ titulado "El riesgo de tipo de interés llega a los bancos centrales", que examina el impacto del riesgo de tipo de interés en los bancos centrales, comparando la estructura de activos y pasivos de la Fed, el BCE y el Banco de España. Se destaca cómo estos riesgos, derivados de la ejecución de la política monetaria, han llevado a pérdidas significativas en 2023, a pesar de los mecanismos de absorción y corrección disponibles. El análisis muestra que los bancos centrales, al igual que los bancos comerciales, enfrentan desafíos significativos debido a los descuadres en sus balances. Las pérdidas continuarán afectando a los bancos centrales en los próximos años, requiriendo una gestión cuidadosa de sus políticas monetarias.

DAVID MARQUES-IBÁÑEZ y ALESSIO REGHEZZA ilustran un tema de actualidad que tiene notable enjundia práctica y académica, en "Depósitos y transmisión de la política monetaria". Se analiza cómo los depósitos bancarios condicionan la política monetaria y el acceso al crédito. Argumenta que el impacto es más pronunciado durante subidas grandes e inesperadas de los tipos de interés, especialmente tras periodos prolongados de tipos bajos. Los bancos con mayores brechas de duración y que experimentan salidas de depósitos reducen el crédito en lugar de aumentar los tipos de interés, afectando negativamente a los prestatarios. El estudio subraya la importancia de los depósitos en la transmisión de la política monetaria y su implicación en la estabilidad financiera.

En el artículo "El servicio de la deuda privada española en el contexto internacional", de JOAQUÍN MAUDOS, se examina el impacto de la subida de los tipos de interés iniciada por el BCE en 2022 sobre la sostenibilidad de la deuda privada en España. De 2022 a 2023, los

intereses pagados por las empresas se duplicaron, alcanzando más de 40.000 millones de euros, y los pagados por las familias aumentaron un 66 %, llegando a más de 24.000 millones. A pesar del aumento de los costes financieros, el nivel de endeudamiento se ha reducido, permitiendo que el servicio de la deuda no aumentara significativamente en 2023. Comparado con la UE-27, la carga financiera es menor en las empresas españolas y similar en las familias.

Los temas financieros se completan con el artículo de BORJA GAMBAU SUELVE y MONTAÑA GONZÁLEZ BRONCANO con título "Los efectos de la pandemia y la crisis inflacionaria en el gap de financiación del mercado de crédito en España", en el que explican cómo la pandemia y la crisis inflacionaria han afectado el acceso a la financiación para las pymes en España entre 2019 y 2023. La volatilidad de los mercados y el proceso de transformación hacia una economía más resiliente han incrementado las necesidades de financiación de las pymes. Sin embargo, las restricciones en la oferta de crédito, el aumento de los tipos de interés y la elevada incertidumbre han ampliado el gap de financiación. Los instrumentos financieros públicos reembolsables se destacan como una herramienta crucial para apoyar a las pymes en este contexto de elevada incertidumbre.

Al análisis bancario le sigue un análisis social de extraordinaria relevancia, referente al sector educativo, de la mano de ISMAEL SANZ y JORGE SAINZ en "La tasa de abandono educativa en España y PISA 2022". El artículo aborda la elevada tasa de abandono escolar temprano en España, que se situó en 13,6 % en 2023, la segunda más alta de la UE. *El Informe PISA 2022* revela una disminución significativa en el rendimiento académico de los estudiantes en matemáticas y lectura. Los estudiantes repetidores y aquellos de familias con bajos recursos

socioeconómicos presentan mayores riesgos de abandono. Los autores sugieren implementar intervenciones tempranas y personalizadas para prevenir el abandono escolar, destacando la importancia de informar sobre los beneficios educativos y la eficacia de los mentores para mejorar la continuidad educativa.

El número también se ocupa de la situación empresarial. VICENTE SALAS FUMÁS explora el retraso en la recuperación de la inversión empresarial en España desde la pandemia, centrándose en la evolución del *stock* de capital de las sociedades no financieras en su artículo "La capitalización de la empresa española desde la crisis financiera". Se identifican factores como los costes relativos de capital y trabajo y la relación entre rentabilidad y coste por uso del capital. Las conclusiones sugieren que la recuperación de la inversión pasa por aumentar la rentabilidad del capital y reducir el coste del uso, aspectos críticos para impulsar la acumulación de capital productivo.

La perspectiva sobre la situación empresarial actual en España se completa con el artículo "El dinamismo empresarial en España después de las crisis recientes" de RAMON XIFRÉ. Se examina la demografía empresarial en España a principios de 2023, destacando el aumento del número de empresas activas y su distribución por edad y tamaño. El estudio muestra una importante brecha de género en el emprendimiento y una desconexión entre los sectores con mayor actividad emprendedora y los sectores dominantes en la demografía empresarial actual. Además, se observa un crecimiento en la mayoría de los sectores en términos de cifras de negocios, con excepciones notables en el comercio al por mayor.

Por otro lado, MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ aporta una visión sobre la situación económico-

financiera del sector privado en "Las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2023". Aborda el aumento significativo de las rentas de los hogares en España durante 2023, impulsado por el empleo, los salarios y las prestaciones sociales. A pesar del incremento de los tipos de interés, las familias españolas mantuvieron una estabilidad financiera, logrando una mejora en su capacidad de financiación y reduciendo su nivel de deuda. Las empresas, en cambio, experimentaron un crecimiento más moderado en su renta empresarial y una tendencia a destinar sus excedentes financieros al pago de deuda.

Finalmente, se incluye también una mirada al sector exterior, en la visión de RAYMOND TORRES y PATRICIA SÁNCHEZ JUANINO en "El comercio exterior y la inversión internacional de la UE ante la reglobalización", repasando la reorientación del comercio y la inversión internacional de la Unión Europea en el contexto de reglobalización pospandemia. A pesar de mantener un saldo positivo en la balanza por cuenta corriente, la participación de las exportaciones europeas ha disminuido, especialmente en bienes. Además, se observa un aumento del déficit comercial con China y una reducción del superávit con EE. UU. La inversión extranjera directa también ha caído, reflejando una menor atracción de la economía europea. El Mercado Único ha mitigado parcialmente estos impactos, pero no puede compensar completamente la desaceleración del comercio exterior, planteando desafíos para la política económica europea y española.

CIE inicia una nueva época

Después de 37 años de análisis de la situación económica, este número 300 de *Cuadernos de Información Económica* inicia una nueva etapa de la revista. Si hasta hace no mucho tiempo, el reto de una revista centrada en la coyuntura económica era aflorar información y análisis, en el mundo actual la situación se ha dado la vuelta. Hay un volumen ingente de información, análisis y opinión fácilmente accesible –pero difícilmente digerible– para cualquier ciudadano. El reto y, para una revista como esta, su valor añadido es acertar con las claves –distinguir el polvo de la paja– y aportar un análisis tan objetivo y sintético como sea posible. Toca renovarse.

Queremos, en esta nueva etapa, mantener los contenidos más destacados y que dan personalidad a la revista como son, por una parte, los relativos a la coyuntura económica española y las previsiones económicas y, por otra, los dedicados a la evolución del sistema financiero. Pero la revista también va a ampliar su perímetro para recoger otros temas económicos de enorme relevancia. Entre ellos, contenidos desde una puramente óptica sociológica, así como otros en los que la inclusión y el desarrollo social son determinantes, como es el caso de la educación financiera o, de forma más general, sobre el estado y retos de la educación en España.

CIE va a seguir contando con las firmas habituales de destacados expertos de Funcas –Raymond Torres, Santiago Carbó, Francisco Rodríguez, Desiderio Romero, María Jesús Fernández, Santiago Lago, María José Moral o Pedro Cuadros–, y de otras instituciones –como Ángel Berges, Marta Alberni, María Rodríguez, Daniel Manzano, Ramón Xifré, Joaquín Maudos, Emma Navarro, Judith Arnal, Erik Jones o José Ramón Díez–. Contaremos también con nuevas incorporaciones para reforzar el análisis económico, pero también el social y con un reforzado enfoque divulgativo, siempre desde el rigor.

Cuadernos de Información Económica tiene una vocación de servicio público. La publicación pretende ayudar a comprender los retos a los que se enfrenta la sociedad española y, modestamente, contribuir a mejorar las políticas económicas y sociales españolas y de la UE. La otra característica esencial de *CIE* es la independencia. Este modelo ha funcionado estupendamente durante muchos años y confiamos en que, con esta renovación, siga siendo útil para nuestros lectores muchos años más.

Carlos Ocaña Pérez de Tudela
Director General de Funcas

01

Santiago Carbó Valverde

Universidad de Valencia y Funcas

Francisco Rodríguez Fernández

Universidad de Granada y Funcas



Retos de la banca española cincuenta años después de la liberalización

Este artículo ofrece un análisis general de la evolución estructural y de la rentabilidad del sector bancario español desde el inicio del proceso de liberalización hace cincuenta años. Se examinan los desafíos que han moldeado la evolución del sector, incluyendo la regulación en constante cambio, la digitalización y la necesidad de adaptarse a un entorno económico global fluctuante. La investigación destaca cómo los bancos han enfrentado estos retos mediante la innovación tecnológica y una gestión de riesgos eficaz, lo que ha sido fundamental para mantener la solvencia y la eficiencia operativa. Además, se discute la importancia de responder proactivamente a las crisis económicas y a las expectativas cambiantes de los clientes, resaltando el papel crucial de la tecnología en la transformación del modelo de servicio bancario hacia plataformas más accesibles y personalizadas.

Un entorno sintomático de las nuevas exigencias de mercado

Hace cincuenta años el sector financiero en España inició un proceso de liberalización con la Ley de Ordenación Bancaria de 1974, dando paso a un período de intensos cambios que se aceleró a partir de 1977 y que tomó particular vuelo con la entrada en el mercado único europeo. Las décadas siguientes han sido testigos de importantes cambios y retos, con crisis financieras internacionales, el progresivo reforzamiento de la solvencia y la coordinación internacional para lograrlo y una importancia creciente de la regulación, en particular a partir de 2008. En este periplo, el sector bancario español se ha configurado con fuerte presencia internacional y un elevado grado de resiliencia, si bien la estructura del mercado, el número de competidores y la presencia de la tecnología como elemento estratégico han cambiado considerablemente a lo largo de los años.

Con motivo del volumen 300 de la revista *Cuadernos de Información Económica*, en este artículo se ofrece una perspectiva de esos cambios acontecidos en la estructura y resultados de los bancos españoles que, por razones de espacio no puede ser más que una somera aproximación a un viaje que ha sido enormemente complejo e intenso. Al mismo tiempo, se trata de aproximar cuál es la situación actual del sector bancario en España y sus perspectivas a medio y largo plazo.

Precisamente, algunos acontecimientos recientes ilustran la complejidad del entorno financiero actual. Los mercados esperan que los principales bancos centrales inicien una bajada de tipos de interés tras las subidas intensas que se han producido en los últimos años para reducir la inflación. En este contexto, parece que el Banco Central Europeo, al contrario de lo

inicialmente esperado, precederá a la Reserva Federal de Estados Unidos en la primera bajada, si bien los últimos mensajes de los responsables monetarios han sido de cautela, ya que su enfoque sigue siendo muy contingente.

Al mismo tiempo, el mercado español reciente ha estado muy atento a los intentos de fusión de BBVA y Banco Sabadell. Con independencia del resultado final, esta integración perseguía reforzar aspectos que el entorno financiero considera fundamentales para cualquier entidad bancaria. Entre ellos, destaca el desarrollo de un tamaño crítico para acceder a los mercados de liquidez en condiciones favorables y la agrupación de grandes bases de clientes diversificadas geográficamente para establecer una estrategia de servicio cada vez más orientada a la oferta en grandes plataformas digitales de negocio.

Asimismo, en las últimas semanas se ha producido la presentación de los resultados bancarios correspondientes al primer trimestre de 2024 y las seis primeras entidades del país han arrojado beneficios de 6.566 millones de euros en el primer trimestre del año, lo que supone un 15,3 % más que en el mismo periodo de 2023. Conviene recordar que desde la crisis financiera de 2008 los bancos españoles y europeos habían atravesado dificultades significativas para elevar su rentabilidad, tanto por la presión regulatoria, como por la necesidad de un cambio de negocio y los tipos de interés oficiales que, en aquellos años, fueron ultra reducidos o negativos. Ahora, con tipos de interés más elevados, parte del debate económico se ha centrado en establecer hasta qué punto los márgenes de intermediación son competitivos, si bien otros factores y riesgos emergen con igual importancia, pero de forma más silenciosa. Entre ellos, la necesidad de manejarse con prudencia por parte de las entidades de depósito, toda vez que existen dificultades para generar crédito, el

Gráfico 1

Número de entidades en el sector bancario español

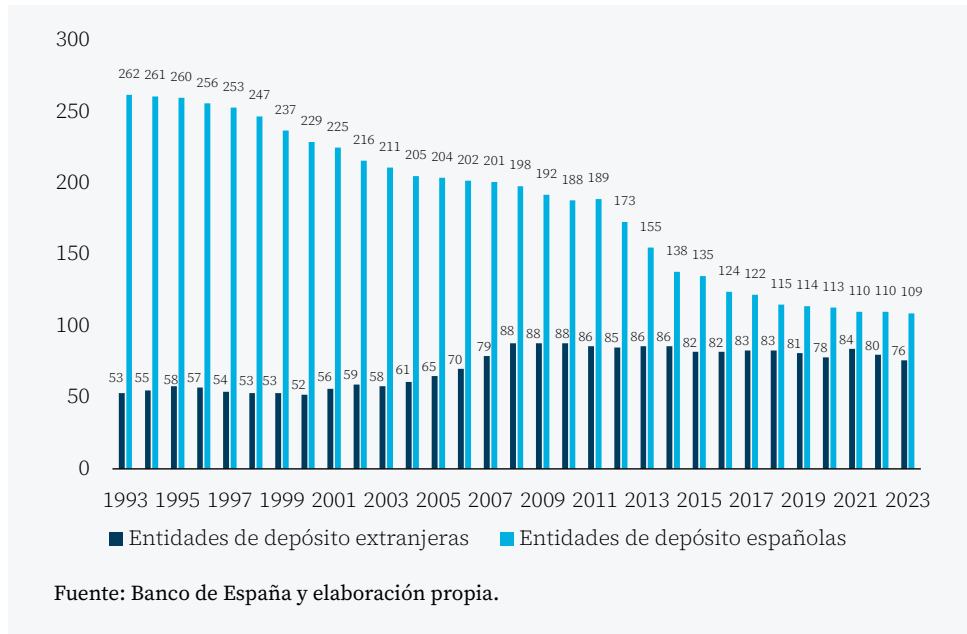
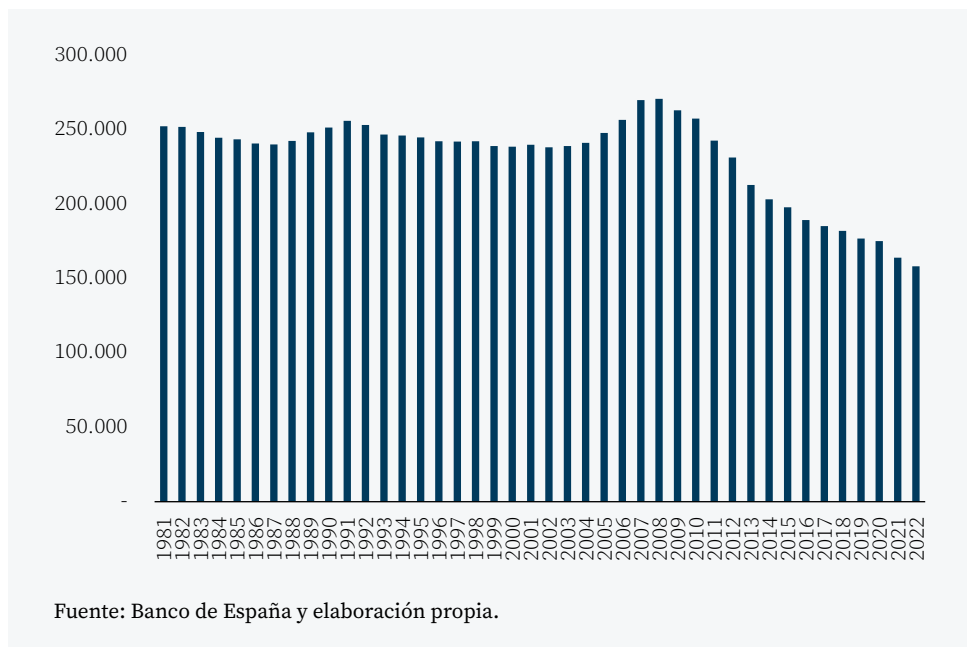


Gráfico 2

Número de empleados en el sector bancario español



entorno macroeconómico está sujeto a vaivenes importantes de naturaleza geoestratégica y la tecnología impone considerables cambios en el entorno de negocio.

Cincuenta años de transformaciones

Cinco décadas después de la liberalización bancaria en España, el sector ha sufrido transformaciones similares a las de otros países de referencia a escala internacional, aunque siempre ha conservado algunos rasgos distintivos. Así, por ejemplo, algunos bancos españoles han desarrollado una intensa expansión internacional que, en el largo plazo, se ha manifestado siempre como una estrategia de diversificación y crecimiento orgánico exitosa. Por otro lado, también ha sido uno de los países con más presencia del sector bancario en los flujos de financiación de la economía y con una red de servicio físico más tupida, hasta que el cambio tecnológico y los procesos de concentración han orientado un giro en el modelo de atención al cliente que ha propiciado algunos ajustes. Por otro lado, el español ha sido uno de los casos en los que las crisis bancarias han conllevado procesos de concentración más intensos, si bien ello no ha ido necesariamente en detrimento de la intensidad competitiva. También hay que tener en cuenta que se contó durante muchos años con una industria bancaria institucionalmente diversificada que, aunque ha debido afrontar una cierta homogeneización para el acceso al mercado y su escrutinio tras las crisis financieras, conserva la riqueza de diferentes culturas de negocio y de un cierto arraigo territorial. Finalmente, debe también destacarse que la banca de nuestro país siempre ha sido pionera en adaptación tecnológica y, como en otros sectores internacionales, ahora afronta posiblemente el que ha sido su reto más importante en muchos años en este sentido.

Cinco décadas después de la liberalización bancaria en España, el sector ha sufrido transformaciones similares a las de otros países de referencia a escala internacional, aunque siempre ha conservado algunos rasgos distintivos

Desde el punto de vista estructural, una referencia es la evolución del número de entidades. Los datos, obtenidos del Banco de España, permiten observar un cambio particularmente intenso desde la década de 1990. En las dos décadas anteriores ya se habían producido algunos procesos de concentración que, tras una importante crisis crediticia, se fue acelerando. Con la crisis financiera de 2008, la reducción posterior en el número de entidades de depósito fue ya particularmente intensa. Como muestra el gráfico 1, desde 1993 a 2023 el número de bancos españoles pasó de 262 a 109, lo que supone una reducción del 58,4 %. En esos mismos treinta años, la entrada de competidores extranjeros ha aumentado, con sus sucursales en España pasando de 53 a 76.

Por otra parte, como indica el gráfico 2, se ha producido un ajuste importante en el número de empleados. Tras treinta años contando con una fuerza laboral en el entorno de un cuarto de millón de trabajadores, la crisis financiera de 2008 impuso un ajuste desde 270.085 trabajadores en ese año hasta los 158.217 de 2022, último registro disponible.

Mientras que en 1974 se contaba con 15.311 oficinas operativas, en 2008 se había llegado a 45.662 y, a partir de ahí, el proceso de ajuste poscrisis y el avance de la digitalización han ido reduciendo este número hasta las 17.603 sucursales de 2023

Gráfico 3

Número de oficinas en el sector bancario español

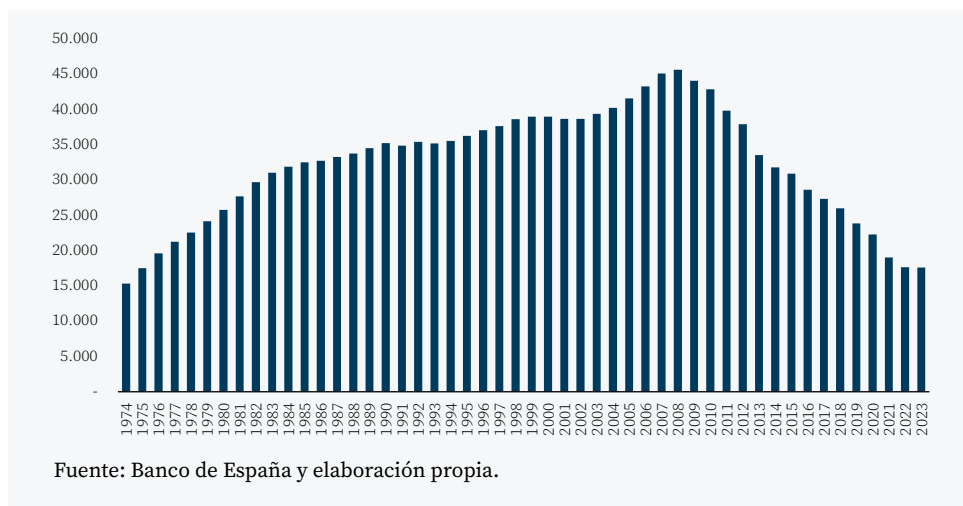
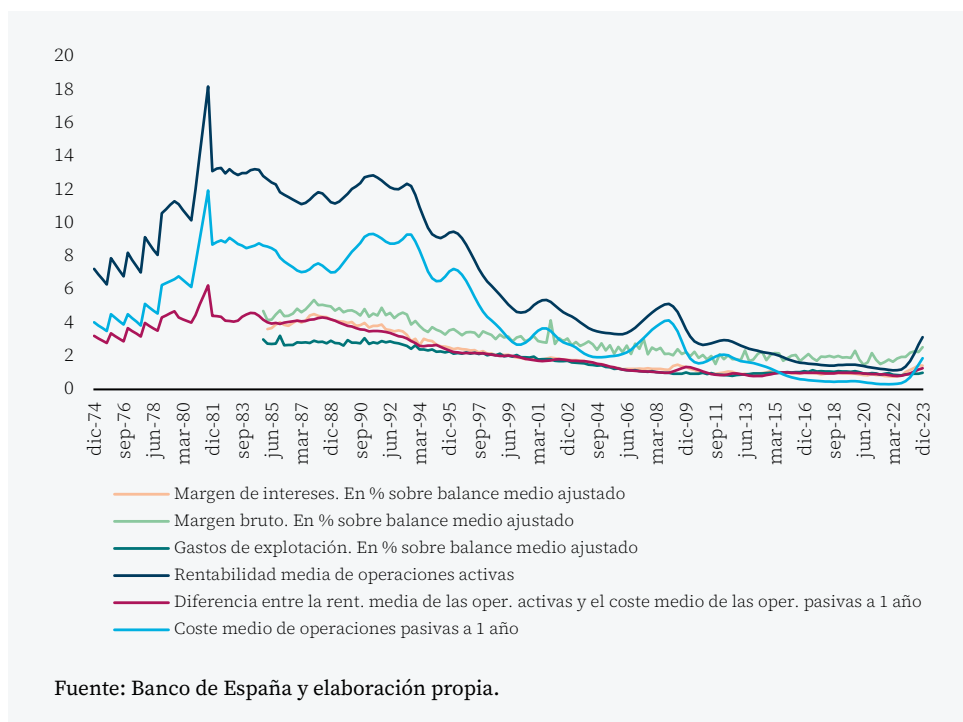


Gráfico 4

Estructura de la cuenta de resultados en el sector bancario español en perspectiva de 50 años



En cuanto a la red de oficinas, con la liberalización se convirtieron en un elemento de competencia territorial y su número fue aumentando de forma muy considerable. Así, mientras que en 1974 se contaba con 15.311 oficinas operativas, en 2008 se había llegado a 45.662 y, a partir de ahí, el proceso de ajuste poscrisis y el avance de la digitalización han ido reduciendo este número hasta las 17.603 sucursales de 2023.

Con las cifras manejadas, la ratio de empleados por entidad apenas ha cambiado si se da un salto temporal, pasando de 9,1 en 1981 (primer año con registros comparables) a 9 en 2022, a pesar que la configuración de la oficina bancaria y del modelo de atención al cliente sí que han sufrido transformaciones significativas, automatizando o pasando a *online* muchas operativas transaccionales (recibos, retiradas de efectivo, transferencias...) y poniendo en primera línea otras de generación de negocio y gestión de cartera de productos crediticios y de ahorro/inversión. Esto implica también que buena parte de la productividad del sector se ha conducido por el cambio tecnológico (menos oficinas, más automatización y servicios digitales) ya que el número de oficinas por entidad ha pasado de 4.656 a 1.979 entre 1993 y 2022.

|

El margen de intereses (en porcentaje sobre balance medio ajustado), con registros trimestrales desde 1985, descendió desde el 3,63 % de ese año al 1,44 % en 2023

|

Al igual que en la estructura, el cambio en la composición de ingresos y gastos ha sido considerable, como muestra la evolución de algunos de los principales componentes de la cuenta de resultados en el gráfico 4. Los efectos del proceso de liberalización, de convergencia europea y de competitiva se ilustran

claramente en la evolución de los márgenes. El margen de intereses (en porcentaje sobre balance medio ajustado), con registros trimestrales desde 1985, descendió desde el 3,63 % de ese año al 1,44 % en 2023. Ciertamente es que en los años posteriores a la crisis financiera, este margen fue incluso menor, en el entorno del punto porcentual, pero se trataba de un contexto de tipos de interés ultra reducidos. Aunque la presión sobre el margen de intereses tras la crisis financiera pudo ser compensada en parte por los ingresos por comisiones, el margen bruto (que incluye estos ingresos) se ha mantenido en el entorno del 2 % desde entonces. También es ilustrativo el esfuerzo en eficiencia, con los gastos de explotación bajando desde el 3 % de los activos medios al 1 % entre 1985 y 2023. Tal vez lo más llamativo del gráfico sea el cambio en la rentabilidad. La de las operaciones activas superó, en porcentaje de activo, los dos dígitos durante buena parte de la década de 1980 y 1990 para ir cayendo luego progresivamente y alcanzar un mínimo del 1,15 % en junio de 2022, como consecuencia del largo período de tipos de interés cero o negativos. En 2023, con la subida de tipos y una cierta normalización de las condiciones de mercado, llegó al 3,15 %.

Riesgos y desafíos actuales

En el espacio de estas líneas es complicado aprehender todas las complejidades y retos estratégicos que el trasunto de los años ha acumulado para la banca española¹. En todo caso, junto con la presión sobre la rentabilidad, el manejo de los riesgos con la presión regulatoria para el incremento de la solvencia, por un lado y, por otro, los retos tecnológicos, configuran buena parte del panorama que los bancos españoles tienen que afrontar en los próximos años.

1 Para un análisis reciente de los desafíos de rentabilidad y negocios de los bancos españoles, véase el análisis de los autores en <https://www.funcas.es/articulos/mas-alla-de-los-beneficios-bancarios/>.

Respecto a la solvencia y riesgos, es particularmente detallado y útil el análisis recientemente publicado por el Banco de España en su *Informe de Estabilidad Financiera* de abril de 2024. En el mismo, entre otros aspectos, se señala que el porcentaje de la ratio de capital de nivel 1 ordinario (*CET1*) se incrementó ligeramente hasta el 13,2 % al finalizar diciembre de 2023, experimentando un aumento de 17 puntos básicos desde finales de 2022. Durante 2023, el sistema bancario español amplió la brecha con respecto a los niveles de ratio *CET1* de otros importantes sistemas bancarios europeos, aunque generalmente mostró una mayor rentabilidad sobre el capital propio. Al cierre del año, la ratio *CET1* de España seguía siendo inferior a la de países como Alemania, Francia, Italia y los Países Bajos. Como sugiere el propio Banco de España, aunque algunos de estos niveles inferiores de capital pueden explicarse por factores estructurales, como el uso menos frecuente de modelos internos y una mayor densidad de activos, es importante señalar que, a pesar del incremento del último año, el aumento de la ratio *CET1* en España fue menor que el registrado en las economías de referencia.

|
Un aspecto crucial correspondiente a los riesgos es que las entidades financieras españolas están realizando una gestión proactiva de la morosidad que, a pesar de las perspectivas tras la pandemia (que estimaban un considerable aumento de ésta) se ha mantenido alrededor del 3,5 % desde 2022
 |

Un aspecto crucial correspondiente a los riesgos es que las entidades financieras españolas están realizando una gestión proactiva de la morosidad que, a pesar de las perspectivas tras la pandemia (que estimaban un considerable

aumento de ésta) se ha mantenido alrededor del 3,5 % desde 2022. El gráfico 5, a partir de información del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España, muestra, de hecho, como el volumen de préstamos morosos descendió desde 52.224 millones de euros en 2020 hasta 38.768 millones de euros en 2023. La principal razón es que la variación de salidas desde préstamos morosos hasta fallidos (entre el 10 y 12 % de aumento medio anual en ese período) y las entradas en morosidad han sido, en gran parte, compensadas por las salidas de morosos a normal (recuperaciones de crédito) o a vigilancia especial.

En definitiva, el sector bancario sigue teniendo que lidiar con ese difícil equilibrio entre mantener niveles de rentabilidad que satisfagan a accionistas y convenzan a los mercados con la presión regulatoria para mantener y elevar los niveles de solvencia. Junto a ello, el otro gran desafío es la adaptación del negocio hacia un modelo tecnológico orientado hacia el servicio como una plataforma. Como muestra el gráfico 6, este cambio es necesariamente híbrido en dos aspectos. El primero, que las plataformas pueden configurarse de múltiples formas, con servicios exclusivos de la propia entidad y otros ofrecidos en conjunto con otros socios tecnológicos o financieros. El segundo, que la oficina sigue contando con un valor, aunque su configuración ha cambiado y su papel tiende a reducirse. Por otra parte, las entidades financieras se ven obligadas a mejorar sus capacidades, también en muchas ocasiones en colaboración, en campos donde partían con cierta desventaja respecto a otras empresas no financieras, como en inteligencia artificial o en computación en la nube. La idea, en cualquier caso, es ganar una escala de operaciones suficientemente grande como para poder rentabilizar la plataforma y mantener la competitividad. Todo ello, sin perder su valor

distintivo como negocio “relacional”, donde el cliente percibe una cierta identificación con su entidad, algo que anteriormente se materializaba principalmente en la oficina bancaria y ahora debe producirse, cada vez más, en la plataforma tecnológica. Finalmente, como indica el gráfico, el entorno competitivo estará condicionado por una mayor concentración (para lograr esa escala), que no será necesariamente óbice para un aumento de la competencia, ya que el modelo de plataformas erosiona la importancia de la distancia en el servicio bancario y abre el mercado a la participación de más operadores.

En perspectiva hacia un nuevo modelo

El sector bancario español, desde su liberalización hace cincuenta años hasta la actualidad, revela una evolución marcada por importantes transformaciones estructurales, adaptaciones a un entorno cambiante y el enfrentamiento a retos tanto antiguos como nuevos. Este recorrido, pese a sus desafíos, demuestra su resiliencia y capacidad de adaptación a cambios en las condiciones de mercado, en la regulación financiera, la tecnología disruptiva y las crisis económicas globales.

Primero, es fundamental reconocer cómo la liberalización bancaria iniciada en los años setenta ha desencadenado una serie de cambios que han redefinido profundamente el paisaje bancario español. La desregulación estimuló una competencia más intensa y propició una expansión significativa tanto en el mercado interno como en el internacional. Los bancos españoles no solo aumentaron su presencia global, sino que también adoptaron nuevas tecnologías y modelos de negocio para mejorar su eficiencia y servicio al cliente.

En segundo lugar, el sector bancario ha demostrado una notable capacidad para gestionar riesgos y aumentar la solvencia, como lo evidencia la mejora continua en la ratio de capital ordinario de nivel 1 (*CET1*), aunque se trata de niveles por debajo de otros países europeos y es un reto en constante exigencia.

Sin embargo, los desafíos no han sido menores. La digitalización ha sido uno de los retos más significativos y constantes. La transformación digital no solo ha cambiado la manera en que los bancos operan internamente, sino también cómo interactúan con sus clientes. La transición de un modelo de servicio basado en sucursales físicas a plataformas digitales (y una cierta convivencia entre ambos modelos) ha requerido inversiones sustanciales en tecnología, pero también un cambio cultural dentro de las organizaciones.

Finalmente, el aumento de la escala ha facilitado a los bancos españoles el desarrollo de capacidades para manejar volúmenes más grandes de transacciones y ofrecer una gama más amplia de servicios financieros, desde banca minorista hasta soluciones corporativas y de inversión. Esto es especialmente pertinente en un contexto donde la digitalización y la demanda de servicios bancarios personalizados y accesibles en línea continúan creciendo. Sin embargo, alcanzar y mantener una escala operativa efectiva también presenta desafíos, especialmente en un entorno donde las dinámicas de mercado cambian rápidamente y la presión competitiva de las *fintech* y otros nuevos entrantes es intensa. Los bancos deben equilibrar la necesidad de escala con la agilidad para adaptarse a las nuevas tecnologías y las expectativas cambiantes de los clientes.

Gráfico 5

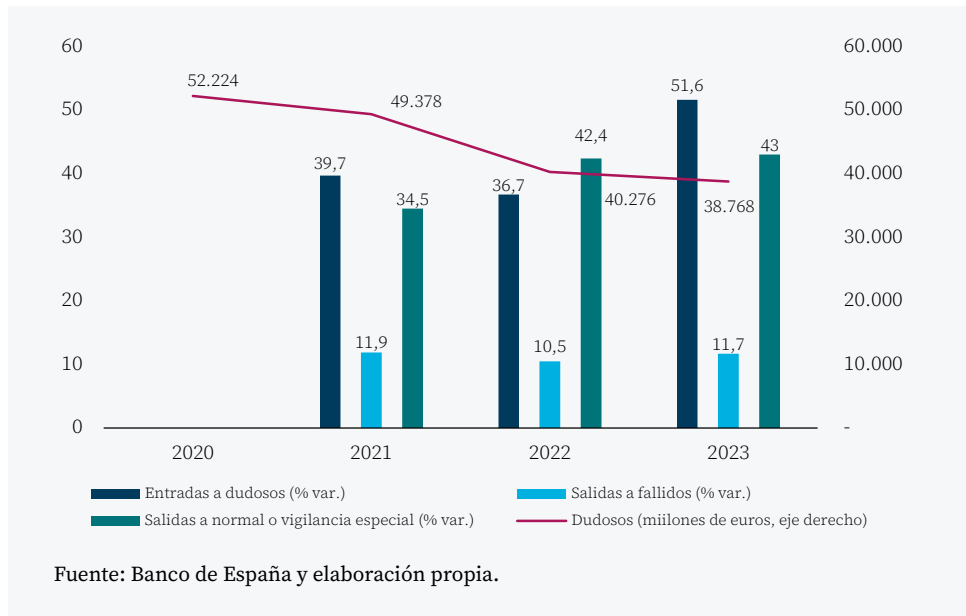
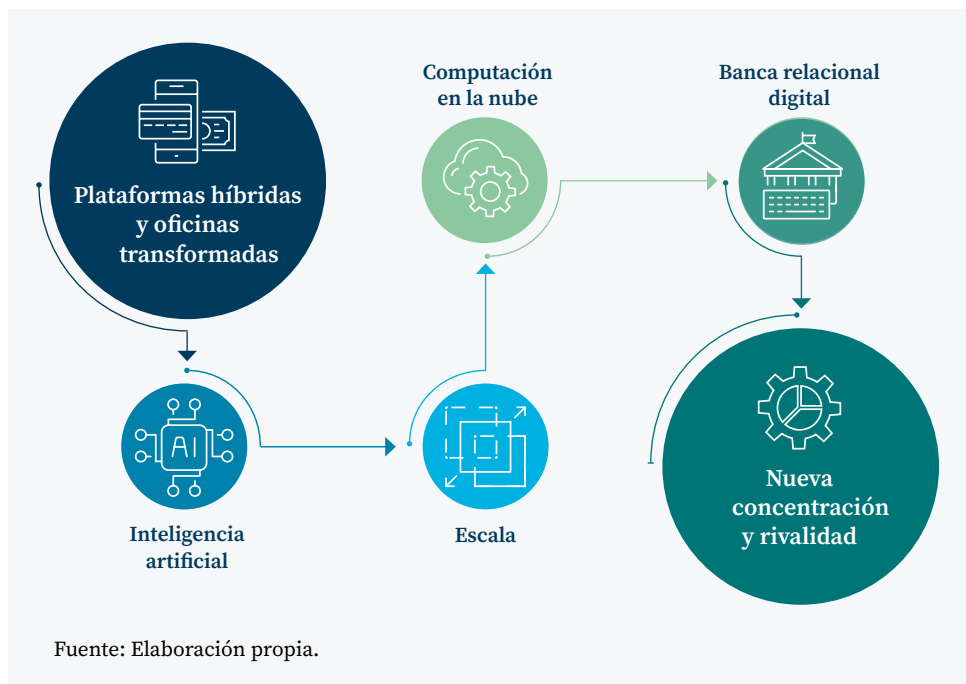
Movimientos en la calidad de la cartera de crédito (2020-2023)

Gráfico 6

Un cambio de modelo: plataformas híbridas bancarias

02

Ángel Berges**Salvador Jiménez**

Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



El riesgo de tipo de interés llega a los bancos centrales

Al hilo de los problemas en varios bancos estadounidenses, hace un año abordábamos la problemática en torno al riesgo de tipo de interés en los balances bancarios, y la adecuación del marco regulatorio y de afluencia contable del mismo. Pues bien, ese riesgo de tipo de interés, y muy especialmente el implícito en un excesivo descuadre de vencimientos y/o reprecitaciones de activos y pasivos, alcanza ahora con toda su plenitud a los bancos centrales, algunos de los cuales ya han registrado beneficio cero (o pérdidas) en el ejercicio de 2023, y con altas probabilidades de registrar pérdidas en ejercicios futuros. En este artículo analizamos la estructura de activos y pasivos de la Reserva Federal Estadounidense (Fed), el Banco Central Europeo (BCE) y Banco de España (BdE). El análisis de dichos descuadres nos puede permitir una aproximación al riesgo de interés en dichos bancos centrales y al horizonte de afluencia del mismo.

En marzo de 2023 se produjo la quiebra de Silicon Valley Bank (SVB), posteriormente seguida por las de Signature Bank y First Republic Bank. Más allá del tamaño o de la especialización regional, lo que verdaderamente tenían en común las tres entidades, y lo que sin duda fue la causa de su caída, fue un excesivo riesgo de interés y de liquidez, al combinar una elevada posición larga en bonos a largo plazo y a tipo fijo –por casi la mitad de su balance, en el caso de SVB–, y una contrapartida en el pasivo que descansaba en depósitos de corto plazo, sometidos a un riesgo de reprecación que estrecharía el margen o a una retirada masiva de los mismos, como efectivamente sucedió.

La intensidad y rapidez con que ambos riesgos –interés y liquidez– se materializaron y retroalimentaron, provocando el colapso de SVB y su contagio a otros bancos con estructuras similares, así como la necesidad de intervención por parte de las autoridades competentes –FED, Tesoro, Garantía de Depósitos– para frenar un contagio más generalizado, puso en cuestión el marco de regulación, supervisión y reconocimiento contable de dichos riesgos, como analizábamos en Alberni *et al.* (2023).

Ahora que los ecos de aquellos episodios de riesgo de interés en bancos privados parecen haberse apagado, nos enfrentamos al hecho de que esos mismos riesgos están empezando a manifestarse en los bancos centrales, con una intensidad notable, aunque con un origen diferente: no surgen de posiciones especulativas en la curva de tipos, sino de la ejecución de la política monetaria. Además, estas implicaciones son bastante diferentes, dado que existen mecanismos de absorción o incluso corrección de esos desequilibrios, algo que no ocurría en los bancos estadounidenses mencionados que fueron intervenidos.

|
Ahora que los ecos de aquellos episodios de riesgo de interés en bancos privados parecen haberse apagado, nos enfrentamos al hecho de que esos mismos riesgos están empezando a manifestarse en los bancos centrales, con una intensidad notable
 |

En términos de sensibilidad al riesgo de interés, cabe señalar que el balance de la Fed o del BCE no difieren mucho del mencionado descuadre que presentaba el balance de SVB. Para explicar esto, recordemos que los ingresos financieros de los bancos centrales proceden, fundamentalmente, de: i) los intereses cobrados a los bancos comerciales por el dinero prestado a los mismos; ii) los ingresos financieros procedentes de las adquisiciones financieras de los programas de las compras de activos (en el caso de bancos centrales de la zona del euro, serían los ingresos procedentes de las inversiones del programa de compra de activos (*APP*, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (*PEPP*, por sus siglas en inglés); iii) otros ingresos procedentes de las reservas en moneda extranjera y otras inversiones que también generan ingresos.

En el debe de la cuenta, los gastos financieros son, principalmente, los intereses pagados a los bancos comerciales por sus depósitos u otras colocaciones como “repos”, mantenidos en el banco central. La diferencia entre ingresos financieros y gastos financieros conforma el margen de intereses, tras el cual la cuenta de resultados debe absorber los gastos de explotación, y eventualmente las dotaciones a provisiones, o liberación de las mismas, que en los últimos años han jugado un papel muy relevante en algunos bancos centrales, como abordamos más adelante.

Consideremos en primer lugar la Reserva Federal Estadounidense, sobre la base de sus estados financieros auditados correspondientes al ejercicio de 2023 (FED, 2024). Su balance agregado al cierre de dicho ejercicio se eleva a 7,8 billones de dólares. La principal materialización de su balance en el activo son las tenencias de bonos del Tesoro compradas en los programas de *quantitative easing*, y que suponen casi 5 billones, a los que añadir otros 2,4 billones de bonos emitidos por agencias federales, como “Fannie Mae” o “Freddie Mac”. Ambas carteras de bonos, que suman 7,4 billones de dólares (más del 90 % del balance) tienen un largo plazo hasta su vencimiento (más de siete años, en promedio) y generan una rentabilidad media de apenas un 2,2 %, muy por debajo de los actuales niveles de tipos, en la medida en que fueron comprados en la época de tipos extremadamente reducidos.

Frente a esa cartera de bonos a largo plazo y tipos fijos muy reducidos, la principal partida en el pasivo son los depósitos de entidades financieras, por importe de 3,2 billones, a los que sumar 1,4 billones de pasivos por operaciones de “repo” también frente a entidades financieras. Ambos tipos de pasivos, cuya suma representa un 55 % del balance, conllevan unos costes financieros vinculados a los tipos actuales, y ciertamente muy por encima de los tipos que devengan los bonos en el activo.

El cuadro 1 muestra de forma muy resumida la evolución del margen de intereses de la FED en los dos últimos años, que ha pasado de 67.000 millones positivos en 2022 a 106.000 millones negativos en 2023. La clave de este deterioro se halla en que, mientras los ingresos financieros apenas han aumentado, al estar vinculados

Cuadro 1

FED: margen de intereses y principales masas de activo y pasivo

Miles de millones de dólares

	2023	2022
Bonos (Tesoro y agencias)	7.400	8.300
Ingresos financieros	175	170
Rentabilidad (%)	2,36	2,04
Depósitos y repos	5.500	6.300
Gastos financieros	291	102
Coste medio (%)	5,1	1,6
Margen intereses	-106	67
Diferencial intereses (%)	-2,74	0,43

Fuente: Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos y elaboración propia.

mayoritariamente a bonos a tipo fijo, los gastos financieros lo han hecho con gran intensidad (casi triplicándose), al estar vinculados la mayoría de los pasivos (depósitos y repos) a los tipos de referencia monetarios, que pasaron del 1 % al inicio de 2022 al 5-5,5 % durante prácticamente todo 2023.

La cuenta de resultados de la FED se completa con los gastos de explotación (9.200 millones de dólares) y, sobre todo, con una partida de transferencias al Tesoro que, tras un flujo positivo (dividendos) de 58.800 millones en 2022, en 2023 registra un flujo negativo de 114.000 millones, que podría ser considerado un “dividendo negativo”, a cuenta de dividendos futuros, cuando los haya. Tras dicho “ajuste” la FED presenta un resultado neto final de 1.487 millones.

A continuación, realizamos un ejercicio similar para el caso europeo, si bien hay que tener en cuenta que el Eurosistema consolidado se compone de una matriz (el BCE considerado como entidad individual) y los 19 bancos centrales nacionales. Disponemos de los balances agregados tanto a nivel consolidado como a nivel individual, pero en cuenta de resultados solo de las individuales, no habiéndose publicado una cuenta de resultados consolidada.

El cuadro 2 presenta, de forma resumida, las principales masas de activo y pasivo, tanto a nivel consolidado como del BCE individual, así como del Banco de España, de las que se deduce una estructura de “descuadre” en términos de sensibilidad al riesgo de interés, muy parecida a la de la FED, aunque en volúmenes claramente inferiores.

Cuadro 2

BCE: principales masas de activo y pasivo

Miles de millones de euros

	2023	2022
BCE-consolidado		
Bonos política monetaria	4.700	4.940
Depósitos política monetaria	3.600	4.000
BCE-individual		
Bonos política monetaria	425	460
Depósitos política monetaria	445	355
Banco de España		
Bonos política monetaria	605	625
Depósitos política monetaria	260	250
Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.		

Esa coexistencia de bonos a tipo fijo en el activo y depósitos remunerados a tipos monetarios (facilidad de depósito), que ha pasado de -0,5 % al inicio de 2022 a un 4 % durante todo 2023, sin duda, ha tenido también, al igual que en la Fed, un impacto extraordinariamente adverso sobre el margen de intereses, como resume el cuadro 3. Como puede comprobarse, el efecto de esa divergencia en la rentabilidad de los bonos y el coste de los depósitos se ha traducido en un margen de intereses negativo, tanto en BCE individual como en Banco de España.

Parece claro, por tanto, que ese descuadre entre activos a tipo fijo y pasivos remunerados a tipos corrientes impacta ya con plenitud al margen de intereses de los bancos centrales, registrando unas pérdidas muy significativas. Estas se han podido matizar en el último año, y no afectar íntegramente el resultado final, merced al levantamiento de provisiones previamente constituidas, algo que apenas podrá hacerse en el próximo ejercicio, en la medida en que dichas provisiones han sido ya utilizadas casi en su totalidad.

Cuadro 3

BCE: margen de intereses

Porcentaje

	2023	2022
BCE-consolidado	n.d.	n.d.
BCE-individual	-7,2	0,9
Banco de España	-8,9	-4,2

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Tanto en un caso como en otro, el resultado final se ve ajustado al alza mediante la utilización (levantamiento) de provisiones previamente constituidas, por importe de 6.500 millones en BCE individual y de 6.600 en el caso de Banco de España, lo que permite cerrar el ejercicio con beneficio cero en el Banco de España (frente a 2.400 millones de beneficio en 2022) y pérdidas de 1.300 millones en el BCE, que en 2022 cerró con beneficio cero.

|

El efecto de esa divergencia en la rentabilidad de los bonos y el coste de los depósitos se ha traducido en un margen de intereses negativo, tanto en BCE individual como en Banco de España

|

Por ello, cobra una especial relevancia anticipar si ese descuadre negativo entre ingresos financieros y costes financieros es algo temporal de 2023 o puede anticiparse que vuelva a ocurrir en el ejercicio de 2024 y sucesivos.

Una aproximación de dicho ejercicio, al menos desde el lado de los ingresos, puede venir del análisis del coste de oportunidad (pérdidas latentes) que las carteras de bonos incorporan respecto a los actuales precios de mercado. Esta información puede obtenerse de los estados financieros de los bancos centrales, que publican el valor contable de los bonos (a coste amortizado), así como el valor de mercado (*fair value*) de los mismos, tal como se recoge en el cuadro 4.

Puede comprobarse que las pérdidas son muy significativas y reflejan el elevado coste de oportunidad que los bonos comprados a tipos bajos sufren en el contexto actual de tipos elevados, y teniendo en cuenta el largo plazo (o más bien duración) de dichos bonos, que se halla en el entorno de seis a siete años en el BCE o BdE, o incluso más en el de la FED.

En cualquier caso, cabe resaltar que los bancos centrales, a diferencia de las entidades privadas, no se ven obligados a reconocer el valor de mercado, ni por tanto las minusvalías latentes en las tenencias de bonos, ni tampoco

a deshacer estas posiciones. Además, aunque lo tuvieran que hacer, sus implicaciones serían muy distintas. Ello no es óbice, sin embargo, para reconocer que, en caso de mantenerse los actuales niveles de tipos, esas minusvalías latentes aflorarán durante varios años más en términos de margen negativo frente al coste pagado a los depósitos bancarios. A modo de ejemplo en este sentido, el Banco Central de Holanda realizaba recientemente unas proyecciones a largo plazo y apuntaba que, probablemente, se verá obligado a utilizar provisiones hasta 2027 para compensar los márgenes de intereses negativos.

Cuadro 4

Carteras de bonos en los bancos centrales: plusvalías/minusvalías latentes al cierre de 2023

FED (miles de millones de dólares)	
Bonos a valor contable	7.470
Bonos a valor de mercado	6.521
Plusvalía/minusvalía latente	-949
BCE individual (miles de millones de euros)	
Bonos a valor contable	425
Bonos a valor de mercado	385
Plusvalía/minusvalía latente	-40
Banco de España (miles de millones de euros)	
Bonos a valor contable	605
Bonos a valor de mercado	544
Plusvalía/minusvalía latente	-61
Fuentes: Fed, BCE, Banco de España y elaboración propia.	

|
Al observar los diferenciales entre la rentabilidad media de las carteras de deuda y el gasto en intereses por depósitos, queda claro que el impacto, aunque tenderá a menos, continuará siendo negativo en los próximos años
 |

Alcanzado este punto, la cuestión que cabe plantear es cómo de problemático resulta que un banco central registre pérdidas, más si cabe cuando, al observar los diferenciales entre la rentabilidad media de las carteras de deuda y el gasto en intereses por depósitos, queda claro que el impacto, aunque tenderá a menos, continuará siendo negativo en los próximos años. Sobre todo, una vez parece confirmado que los bancos centrales mantendrán tipos más elevados en los próximos años respecto a lo que se esperaba hace unos trimestres para conseguir llegar al objetivo de inflación.

El propio Banco de Pagos Internacionales, adelantándose al revuelo que iba a ocasionar el anuncio de resultados negativos por parte de los bancos centrales publicó (BIS, 2023) como principales conclusiones las siguientes:

- Las pérdidas y el patrimonio negativo no afectan directamente a la capacidad de los bancos centrales para operar con eficacia.
- Los bancos centrales no deben ser juzgados por sus resultados financieros, sino por el cumplimiento de sus mandatos.
- Los bancos centrales que registren pérdidas deben realizar una labor comunicativa, explicando claramente las razones de las pérdidas y destacando los beneficios generales de sus medidas. Esta recomendación está siendo amplia-

mente seguida. Por ejemplo, el propio Banco de Holanda, que registraba pérdidas en 2023, apuntaba que el ahorro en intereses que han supuesto los programas de compras para el Tesoro holandés es de 28.000 millones de euros (superando ampliamente las pérdidas de este año y las que se podrían generar en próximos ejercicios). Por otro lado, el BCE también publicaba que el conjunto de bancos centrales de la zona del euro ha sumado beneficios en el periodo 2012-2021 de aproximadamente 300.000 millones de euros.

En todo caso, si bien es cierto que desde un plano operativo no supone problema alguno que los bancos centrales generen pérdidas, sí que es cierto que ello tiene impacto en la política fiscal. *A priori*, no habrá que realizar aportaciones de capital que impactarían negativamente en las cuentas públicas en el corto plazo, ya que, en muchos de ellos existen elevadas provisiones para hacer frente a las mismas y aquellos que las agoten podrían funcionar con patrimonio neto negativo que se compensará con beneficios futuros. No obstante, sí que hay un impacto inmediato. Durante la última década, de forma constante, los Tesoros recibían dividendos por los beneficios generados y ahora dejarán de percibirlos. En el caso del BdE, durante la última década ascendieron, en promedio, en torno a los 2.000 millones de euros.

Este debate está siendo especialmente intenso en EE. UU. (aunque también cada vez más en la eurozona), ya que son diversas las voces que apuntan a que se podría estar trasladando un beneficio excesivo desde los contribuyentes hasta las entidades financieras e incluso algunos destacan que podría suponer falta de credibilidad y eficiencia si las pérdidas se prolongan durante un periodo largo de tiempo.

Por tanto, aunque el equilibrio podría llegar por la gradual convergencia entre los intereses cobrados por las carteras de deuda y los pagados por la remuneración de depósitos, no es descartable que el actual descuadre continúe introduciendo presión mediática (y política) para que la política monetaria de los bancos centrales no sea tan generosa con los bancos comerciales.

Para el caso concreto del BCE (y resto de bancos centrales nacionales) podrían implementarse medidas como aumentar el diferencial entre el tipo de la facilidad de depósito (FD) y el de las operaciones principales de refinanciación (*MRO*) o establecer un nivel de exceso de reservas sobre las mínimas que no se remuneren a la FD. En todo caso, más allá de que ello ayudaría a equilibrar las cuentas de los bancos centrales mucho antes, podría tener implicaciones muy elevadas en la transmisión de la política monetaria y habría que analizar bien todos los efectos colaterales. De hecho, incluso algunos manifestaban la necesidad de ampliar la ratio de reservas mínimas. Sin embargo, aunque seguro que esta es una reflexión que el BCE llevó a cabo en su reciente proceso de revisión de su marco operativo, no se adoptó decisión alguna en ese sentido y parece poco probable que vaya a efectuarse.

Es más, a partir del 18 de septiembre, el BCE reducirá a 15 pb, desde los 50 pb actuales, la diferencia entre el tipo de la *MRO* y el de la FD. La autoridad monetaria europea acometió esta acción con el objetivo de reducir la volatilidad de los tipos euríbor, al tiempo que incentivar la participación en las subastas semanales de inyección de liquidez por parte de las entidades financieras (ya que la horquilla actual de 50 pb elimina casi todo el atractivo).

Con independencia de esas potenciales actuaciones, que en todo caso se evaluarán exclu-

sivamente en términos de política monetaria, y no de las cuentas de resultados de los bancos centrales, lo cierto es que estos tendrán que continuar haciendo pedagogía acerca del impacto positivo que han tenido todas las medidas adoptadas a través de la política monetaria no convencional, porque, al menos, en los años más próximos las pérdidas van a continuar (incluso podrían aumentar ante el agotamiento de las provisiones). Algunos ejemplos recientes de dicha pedagogía cabe encontrarlos en Hernández de Cos (2024) o Knot (2024), respectivamente gobernadores del Banco de España y del Dutch National Bank.

Referencias

- ALBERNI, M., BERGES, A., RODRÍGUEZ, M. (2023). Riesgo de interés en los balances bancarios e inestabilidad financiera: Europa frente a EEUU. *Cuadernos de Información Económica*, julio-agosto 2023. <https://www.funcas.es/articulos/riesgo-de-tipo-de-interes-en-los-balances-bancarios-e-inestabilidad-financiera-europa-frente-a-ee-uu/>
- Banco de España. (2024). Cuentas anuales del Banco de España 2023. Abril 2024.
- BIS. (2023). Why Central Banks are reporting losses. ¿Does it matter? *BIS Bulletin* nº68, Feb 2023.
- ECB. (2024). *Annual accounts of the ECB 2023*. March 2024.
- FED. (2024). *Federal Reserve Banks Combined financial statements*. March 2024.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2024). Por qué el Banco de España ha dejado de tener beneficios en 2023? Blog del Banco de España, 27 feb 2024.
- KNOT, K. (2024). Central bank capital - of capital importance? BIS.

03

David Marques-Ibañez***Alessio Reghezza**
Banco Central Europeo

* Las opiniones expresadas en este artículo corresponden a los autores y no representan necesariamente la visión del Banco Central Europeo ni del Eurosistema.



Depósitos y transmisión de la política monetaria

Este documento hace hincapié en cómo los depósitos bancarios podrían condicionar la política monetaria y el acceso al crédito de los prestatarios. Sostiene que este mecanismo sería mucho más pronunciado cuando los tipos de interés experimentan subidas grandes e inesperadas, e incluso más fuerte tras un largo periodo de tipos de interés bajos. Las razones son dos: los bancos tendrían más probabilidades de entrar en el ciclo de subidas con más riesgo de tipos de interés, y las subidas de tipos más elevadas harían más incierta la estabilidad de la financiación "barata" de los depósitos, ya que los depositantes considerarían fuentes alternativas de financiación. Fundamentalmente, las empresas que se vean afectadas por el ciclo de endurecimiento, principalmente las conectadas a prestamistas con mayores brechas de duración (*duration gaps*), tendrían muchas menos probabilidades de obtener crédito cuando comenzase ese endurecimiento. Esta tendencia a verse menos afectadas sería aún mayor en el caso de los bancos que experimentan salidas de depósitos.

Introducción

Tradicionalmente, en los modelos macroeconómicos se solía considerar a los bancos como un conducto pasivo de la política monetaria: cuando cambian los tipos de interés oficiales, los bancos transmiten homogéneamente los cambios en su coste de financiación al activo de su balance, desplazando así la oferta de crédito, al tiempo que los mercados se adaptan rápidamente a los nuevos tipos. Sin embargo, hay una serie de pruebas ya bien establecidas que documentan cómo los bancos son parte activa del mecanismo de transmisión (Bernanke y Gertler, 1995), y cómo sus características determinan efectos adicionales de oferta en la provisión de crédito a la economía a través del canal de préstamos bancarios. Partiendo de esta base, existe una literatura macroeconómica rica y en expansión que utiliza modelos macroeconómicos de equilibrio general que incorporan fricciones financieras (véase Dou *et al.*, 2020). También hay pruebas de que la heterogeneidad en la posición de capital de los bancos (Peek y Rosengren, 2000 y Jiménez *et al.*, 2012), la brecha de ingresos (véase Gómez *et al.*, 2021) o su capacidad para generar liquidez titulizando sus activos (Loutskina y Strahan, 2009) afecta a la oferta de crédito.

Entre esas características de los bancos, recientemente se ha destacado la importancia de los depósitos como componente clave de la transmisión de la política monetaria (Dreschsler *et al.*, 2017). Anteriormente, la idea era que, en la mayoría de los casos, si los cambios en la política monetaria afectaban al volumen de depósitos, los bancos podrían complementar fácilmente los depósitos con formas alternativas de financiación, reflejando los cambios en el nuevo tipo de interés oficial sin alterar la transmisión de la política monetaria.

Según el principio fundamental del canal de depósitos bancarios, a medida que aumentan los tipos de interés oficiales, los bancos ganan más a través de una mayor rebaja de los depósitos. A medida que aumenta el coste de oportunidad de mantener depósitos, los ahorradores abandonan los depósitos a la vista y se decantan por productos de mayor rentabilidad, desde depósitos a plazo hasta fondos del mercado monetario. Sin embargo, en lugar de revalorizar el rendimiento de los depósitos, lo que aumentaría el coste de todo el *stock*, los bancos prefieren dejar salir a los ahorradores marginales. Su poder de mercado permite a los bancos aplicar sólo una baja repercusión de los tipos de interés oficiales y mantener una elevada rebaja en la mayoría de los depósitos. Además, en lugar de compensar la salida con financiación a tipos de mercado, prefieren reducir los préstamos en consecuencia. Este mecanismo señala la importancia de las diferencias de los bancos en la estructura de financiación para explicar cómo afectan las subidas de tipos a la oferta de préstamos.

Este canal parece importante por varias razones: en primer lugar, los depósitos son, con diferencia, la mayor fuente de financiación de los bancos. Además, la fuente más frecuente de depósitos bancarios serían los depósitos a la vista, que son los menos sensibles a las variaciones de los tipos de mercado. Como muestra el gráfico 1, en octubre de 2023 el tipo medio de los depósitos a la vista de los depósitos en circulación en la zona del euro era del 0,35 %, mientras que el tipo pagado por los depósitos de inversión y por los de vencimiento acordado era del 1,9 y el 3,3 %, respectivamente.

Investigaciones previas

Los trabajos recientes sobre el mencionado canal de depósitos bancarios se basan en

el hecho de que los bancos tienen poder de mercado en el mercado de depósitos, lo que conduce a una transmisión limitada de los tipos de mercado a los tipos de depósito, lo que se denomina “baja beta de los depósitos” (Drechsler *et al.*, 2021). Existen pruebas significativas de que los bancos tienen un poder de mercado importante (véase, por ejemplo, Focarelli y Panetta, 2003) y de que los depósitos bancarios son bastante “pegajosos” (*sticky*) (Ferrer *et al.*, 2023). Esto se atribuye a la competencia oligopolística imperfecta en los mercados de depósitos (véase Hannan y Berger, 1991; Neumark y Sharpe, 1992). Empíricamente, Drechsler *et al.* (2017) muestran que los bancos ajustan sus balances a la salida de depósitos reduciendo los préstamos, y más cuando tienen más poder de mercado sobre los depósitos.

|
*Existe una fragilidad oculta en las
 estructuras de financiación basadas en
 depósitos que, en casos extremos, puede
 dar lugar a retiradas masivas cuando
 existen dudas sobre la solvencia
 de los bancos*
 |

Otra consideración es la estabilidad de los depósitos. El papel de los depósitos puede leerse también a través de la lente de la literatura que modela a los bancos como proveedores de liquidez que participan en la transformación de vencimientos (Diamond y Dybvig, 1983; Gorton y Pennacchi, 1990; Diamond y Rajan, 2001; Kashyap *et al.*, 2002). Esta doble función hace que los bancos sean vulne-

Gráfico 1

Tipos pagados por los depósitos según tipo

Porcentaje



Fuente: Banco Central Europeo.

rables al riesgo de liquidez, ya que los depósitos suelen ser una fuente de financiación estable, pero pueden estar sujetos a salidas rápidas. Esto significa que existe una fragilidad oculta en las estructuras de financiación basadas en depósitos que, en casos extremos, puede dar lugar a retiradas masivas cuando existen dudas sobre la solvencia de los bancos, como atestigua la quiebra del Silicon Valley Bank en la primavera de 2023.

Política monetaria

El mencionado efecto de los depósitos sobre los préstamos bancarios dependería en gran medida del nivel de los tipos monetarios. Cuando el banco central eleva el tipo de interés oficial, mantener efectivo y depósitos de bajo rendimiento resulta más costoso para los ahorradores, ya que las inversiones alternativas resultan más rentables. Los hogares tienen entonces un incentivo para reducir sus tenencias de depósitos. Esta reducción dependería de la diferencia entre el tipo de interés oficial y la remuneración de los depósitos y del poder de mercado de los bancos sobre sus mercados locales de depósitos. Desde el punto de vista de la financiación, los bancos pueden elevar el tipo de interés que pagan por los depósitos o, captar fondos de otras fuentes de financiación (por ejemplo, emitiendo bonos). En ambos casos, se produciría un aumento importante de los costes de financiación de los bancos.

|
A pesar del moderado aumento de los tipos de depósito, un banco que aumentara la remuneración de sus depósitos en 50 pb, sufriría un aumento del 80 % de sus costes globales de financiación
 |

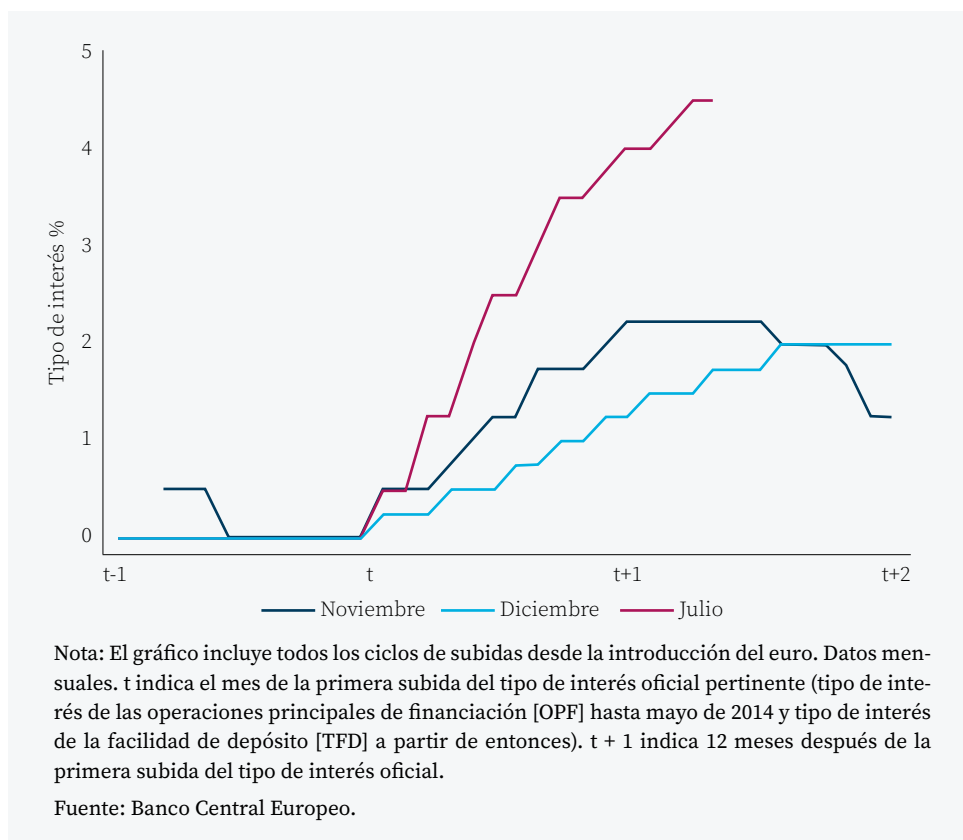
Esto es lo que ocurrió en la zona del euro desde principios de 2022 hasta finales de 2023, cuando se produjo el mayor aumento de los tipos de interés de política monetaria desde la creación del euro (véase el gráfico 2). Esto parece especialmente relevante: cuando el BCE empezó a subir los tipos de referencia, el coste de financiación de los depósitos por parte de los bancos sólo aumentó modestamente –en torno a 50 pb–, mientras que el de los bonos bancarios se incrementó cuatro veces más, en 400 puntos básicos en el primer trimestre de 2023 (gráfico 3). A pesar del moderado aumento de los tipos de depósito, un banco que aumentara la remuneración de sus depósitos en 50 pb, sufriría un aumento del 80 % de sus costes globales de financiación. Esto se debe a la gran cantidad de depósitos en circulación, que representan más del 75 % de la financiación de los bancos de la zona del euro, y al hecho de que los bancos no pueden subir los tipos sólo de los depósitos marginales, como harían si se financiaran en los mercados, sino que tienen que hacerlo para toda la base de financiación.

El otro componente relacionado es que, al aumentar rápidamente los tipos de interés, los depósitos que se habían considerado estables se volverían súbitamente inestables. Este sería el caso, en particular, si los tipos aumentan inesperadamente tras un largo periodo de tipos de interés bajos. De hecho, cuando los tipos eran bajos, muchos bancos intentaban extraer el máximo valor de su franquicia de depósitos asumiendo el riesgo de los tipos de interés y aumentando su brecha de duración, ya que los depósitos se consideraban una forma estable de financiación a largo plazo, especialmente en periodos de tipos de interés bajos. Esto significaría que muchos bancos entrarían en el periodo de subida con una gran brecha de duración, por lo que las retiradas de depósitos harían que su brecha de duración fuera más pronunciada. De hecho, esto es lo

Gráfico 2

Ciclos de endurecimiento: la política monetaria en la zona del euro

Tipo de interés anualizado, datos mensuales



que ocurrió en 2022-2023, ya que el aumento de los tipos fue en su mayor parte imprevisto, sobre todo por su magnitud (véase el gráfico 4).

Debido al aumento de los tipos de interés de los préstamos y a la contención de los tipos de interés de los depósitos, los beneficios de los bancos (y sus cotizaciones bursátiles) experimentaron un vuelco y mejoraron repentinamente, lo que se debió sobre todo al aumento de los ingresos netos por tipos de interés a corto plazo, ya que la repercusión de los tipos más altos a los depositantes fue en su mayor parte lenta e incompleta. A su paso, los bancos también experimentaron las mayores reducciones de depósitos a la vista

desde la creación del euro en 1999 (gráfico 5). Parte de la salida se compensó con un aumento de los depósitos a plazo, pero el flujo neto global implica una reducción considerable del volumen total de depósitos (véase el gráfico 6). Muchos bancos experimentaron una salida neta, que no sustituyeron por otras fuentes de financiación.

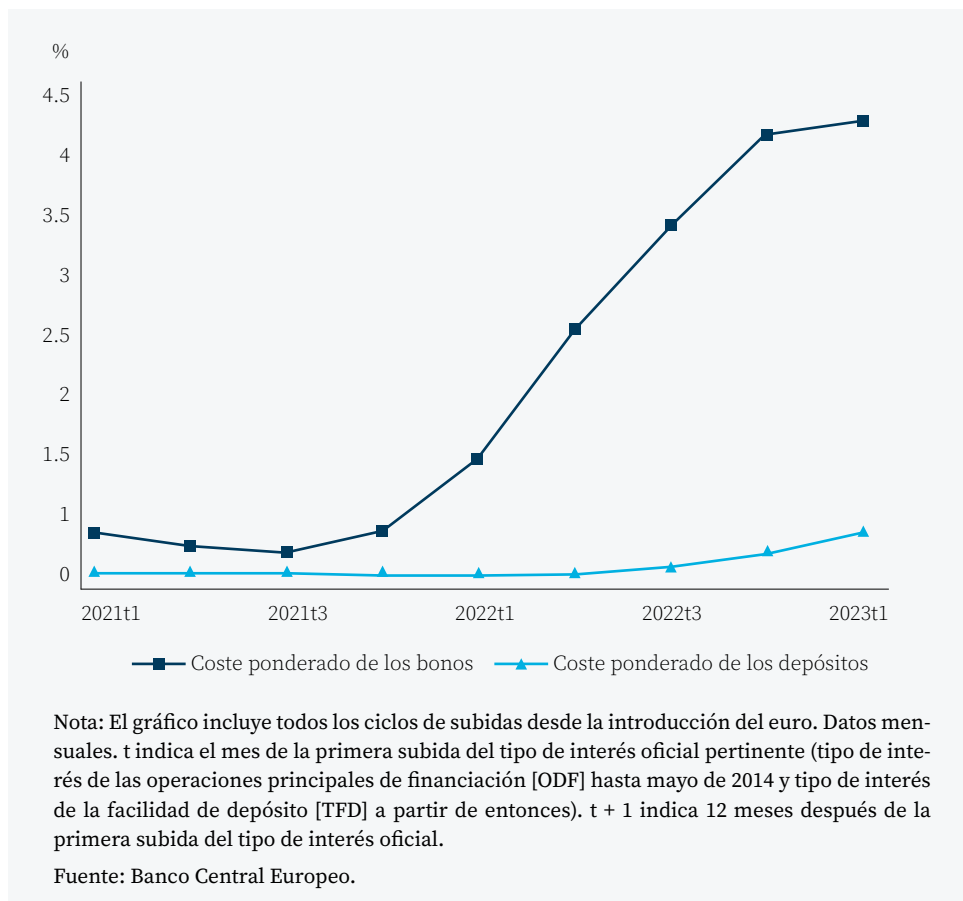
Implicaciones para los prestatarios

Si la retirada de depósitos es suficientemente grande y la nueva financiación demasiado onerosa, muchos bancos preferirán reducir sus nuevos préstamos a nuevos prestatarios.

Gráfico 3

Coste de la financiación de los bancos: depósitos y bonos

Porcentajes



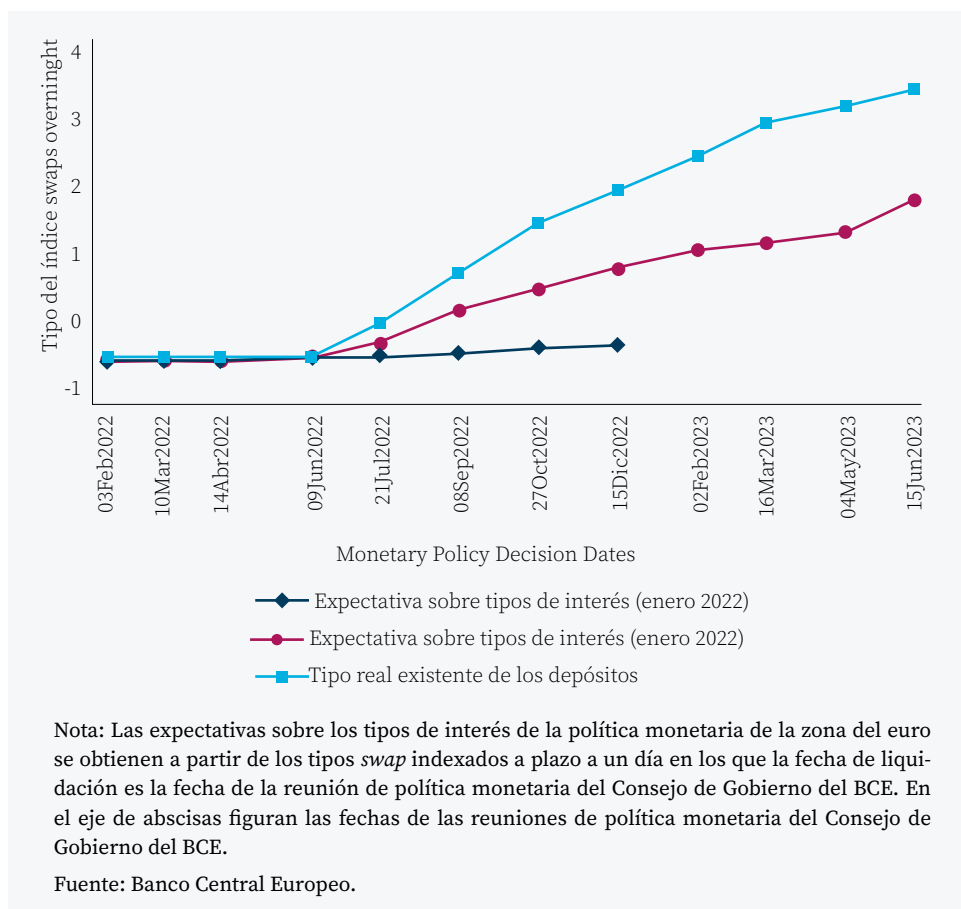
En este último caso, la política monetaria se transmite efectivamente a la oferta de préstamos a través de los cambios en la cantidad de depósitos por dos razones. En primer lugar, el aumento de los tipos de interés de financiación obligaría a los bancos a subir sus tipos de interés de préstamo, aumentando así la probabilidad de selección adversa. En segundo lugar, el aumento de la diferencia entre los depósitos a la vista “baratos” y las fuentes alternativas “caras” en la financiación de los préstamos podría resultar tan grande que la concesión de nuevos préstamos dejara de ser rentable.

Un trabajo reciente de Cappelletti *et al.* (2024) muestra que esto es así. Utilizando un amplio registro de crédito que incluye la gran mayoría de las relaciones de préstamo entre bancos y empresas en los países de la zona del euro, descubren que los bancos que experimentan salidas de depósitos reducen el crédito en lugar de aumentar el tipo de interés que cobran (al mismo prestatario en relación con otros prestamistas). Esta restricción del crédito es mayor en el caso de los préstamos a tipo fijo y con vencimientos más largos, y más acusada en el caso de los bancos que entran en el período de restricción con una

Gráfico 4

Tipos de política monetaria previstos y realizados

Tipos de interés anualizados



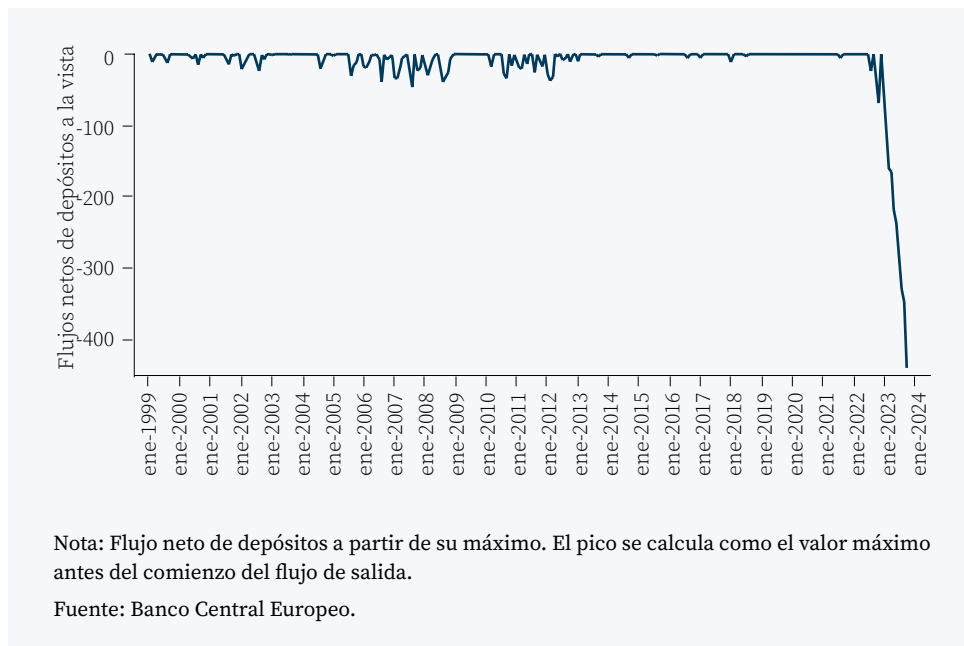
mayor brecha de duración no cubierta. En otras palabras, las empresas que entran en el ciclo de endurecimiento mayormente conectadas a prestamistas con mayores brechas de duración tienen muchas menos probabilidades de obtener crédito al iniciarse el endurecimiento. Esta probabilidad es aún menor para los bancos que experimentan salidas de depósitos. Esto es coherente con los bancos que intentan minimizar los cambios en su brecha de duración, en línea con los hallazgos de Drechsler *et al.* (2018). Así, los bancos optan por reducir los préstamos en correspondencia con las salidas netas de financiación. Este mecanismo

pone de relieve la importancia de las diferencias de los bancos en las estructuras de financiación para explicar cómo los aumentos de los tipos afectan a la oferta de préstamos. Esto está relacionado con trabajos recientes sobre el impacto de las variaciones de los tipos de interés en la estabilidad financiera. Jiang *et al.* (2023) exploran las consecuencias para la estabilidad financiera asociadas a las pérdidas no realizadas en la cartera de valores que aparecen debido a la velocidad sin precedentes de las subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal y muestran que estas pérdidas aumentaron significativamente la

Gráfico 5

Flujo neto de depósitos a la vista y depósitos totales desde su máximo hasta el final

Miles de millones de euros; datos mensuales



fragilidad del sistema bancario estadounidense frente a la retirada masiva de fondos de depositantes no asegurados.

El aumento de la diferencia entre los depósitos a la vista “baratos” y las fuentes alternativas “caras” en la financiación de los préstamos podría resultar tan grande que la concesión de nuevos préstamos dejara de ser rentable

En términos más generales, esto se relaciona con las preocupaciones sobre las implicaciones para la estabilidad financiera cuando los bancos centrales endurecen su postura tras

un largo período de amplia liquidez y expansión de los balances de los bancos centrales (Acharya *et al.*, 2023).

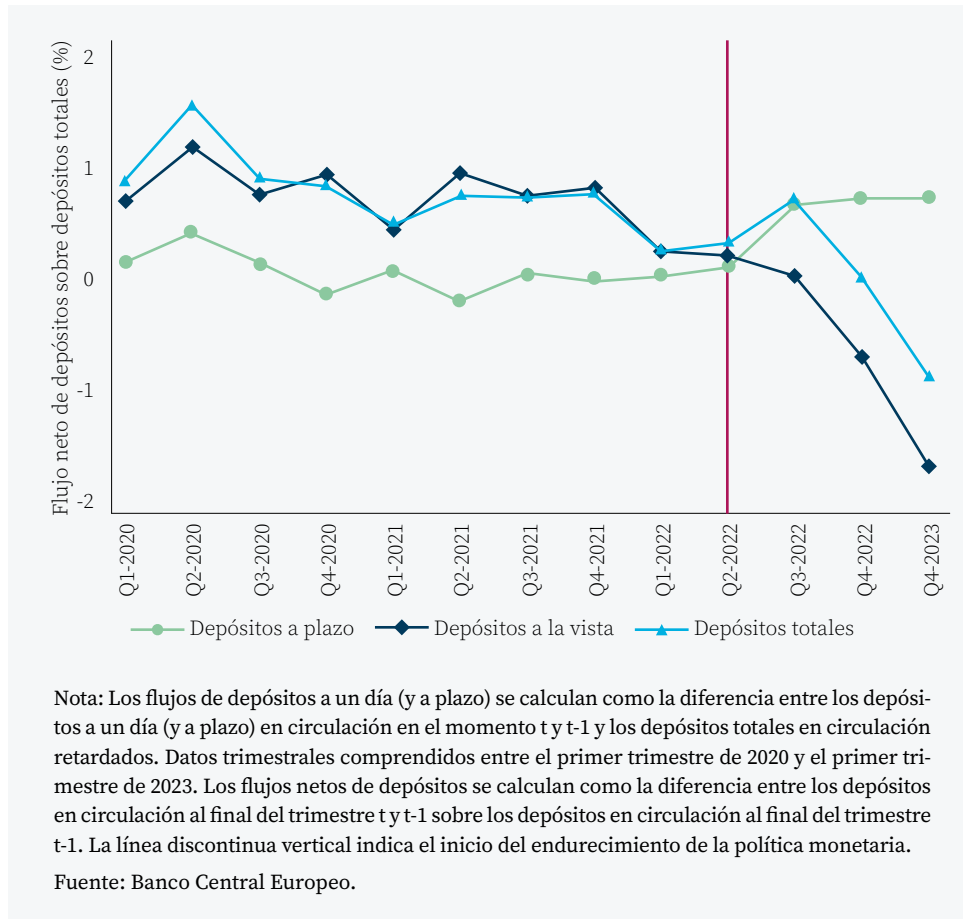
Conclusiones

En este documento se ha examinado brevemente cómo los trabajos académicos recientes han puesto de relieve la importancia de los depósitos bancarios para la transmisión de la política monetaria, en particular durante períodos de subidas inesperadas de los tipos de interés.

Gráfico 6

Flujo neto de depósitos por tipo

Porcentajes



Referencias

- ACHARYA, V., CHAUHAN, R., RAJAN, R. y STEFFEN, S. (2023). Liquidity Dependence and the Waning and Waning of Central Bank Balance Sheets. *National Bureau of Economic Research Working Papers*, 31050. NBER.
- BERNANKE, B. y GERTLER, M. (1995). 'Inside the black box': The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9, pp. 27–48.
- CAPPELLETTI, G., MARQUÉS-IBÁÑEZ, D., REGHEZZA, A. y SALLEO, C. (2024). As Interest Rates Surge: Flighty Deposits and Lending. *European Central Bank Working Paper Series*, 2923.
- DOU, LO, MULEY, A. y UHLIG, H. (2020). Macroeconomic models for monetary policy: a critical review from a finance perspective. *Annual Review of Financial Economics*, 12, pp. 95–140.
- DIAMOND, D. W. y DYBIVIG, P. H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91.
- DIAMOND, D. y RAJAN, R. (2001). Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: A theory of banking. *Journal of Political Economy*, 109, pp. 287–327.

- DRECHSLER, I., SAVOV, A. y SCHNABL, P. (2017). The Deposits Channel of Monetary Policy. *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), pp. 1819–1876.
- DRECHSLER, I., SAVOV, A. y SCHNABL, P. (2018). Liquidity, risk premia, and the financial transmission of monetary policy. *Annual Review of Financial Economics*, 10, pp. 309–328.
- DRECHSLER, I., SAVOV, A. y SCHNABL, P. (2021). Banking on deposits: Maturity transformation without interest rate risk. *The Journal of Finance*, 76(3), pp. 1091–1143.
- FOCARELLI, D. y PANETTA, F. (2003). Are mergers beneficial to consumers? evidence from the market for bank deposits. *American Economic Review*, 93(4), pp. 1152–1172.
- GOMEZ, M., LANDIER, A., SRAER, D. y THESMAR, D. (2021). Banks' exposure to interest rate risk and the transmission of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 117.
- GORTON, G. y PENNACCHI, G. (1990). Financial intermediaries and liquidity creation. *Journal of Finance*, 45, pp. 49–71.
- HANNAN, T. y BERGER, A. N. (1991). The rigidity of prices: Evidence from the banking industry. *American Economic Review*, 81, pp. 938–945.
- JIANG, E., MATVOS, G., PISKORSKI, T. y SERU, A. (2023). Monetary tightening and U.S. bank fragility in 2023: Mark-to-market losses and uninsured depositor runs? *National Bureau of Economic Research Working Papers*, 31048. NBER.
- JIMENEZ, G., ONGENA, S., PEYDRO, J.-L. y SAURINA, J. (2012). Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications. *American Economic Review*, 102(5), pp. 2301–2326.
- KASHYAP, A., RAJAN, R. y STEIN, J. (2002). Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: A theory of banking. *Journal of Finance*, 57, pp. 33–73.
- LOUTSKINA, E. y STRAHAN, P. E. (2009). Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: Evidence from mortgage originations. *The Journal of Finance*, 64(2), pp. 861–889.
- NEUMARK, D. y SHARPE, S. A. (1992). Market structure and the nature of price rigidity: Evidence from the market for consumer deposits. *The Quarterly Journal of Economics*, 107, pp. 657–680.
- PEEK, J. y ROSENGREN, E. (2000). Collateral damage: Effects of the Japanese bank crisis on real activity in the United States. *American Economic Review*, 90, pp. 30–45.
- REPULLO, R. (2020). The deposits channel of monetary policy a critical review. *CEMFI Working Paper*, No. 2025.
- TELLA, S. D. y KURLAT, P. (2021). Why Are Banks Exposed to Monetary Policy? *American Economic Journal: Macroeconomics*, 13(4), pp. 295–340.

04

Joaquín Maudos

Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia,
director adjunto del Ivie y colaborador del CUNEF



El servicio de la deuda privada española en el contexto internacional

Los costes financieros que pagan las empresas españolas se han duplicado en 2023 y han aumentado un 66 % en las familias. Considerando la renta destinada al pago de esos intereses, el porcentaje casi se ha duplicado (del 7 al 13 %) en las empresas, siendo el nivel y el aumento menor en las familias (del 1,8 al 2,6 %). En el caso de la renta destinada a intereses y principal, la ratio del servicio de la deuda no ha aumentado en 2023 porque el crecimiento de los costes financieros ha sido compensado por la reducción del endeudamiento. En 2023 las empresas destinan el 34,7 % de su renta al servicio de la deuda y las familias el 5,6 %, porcentajes reducidos en el contexto internacional.

Introducción

La fortaleza/debilidad financiera de empresas y familias depende de la renta que deben destinar cada año a hacer frente al servicio de la deuda, tanto a los costes financieros como a la amortización del principal. En el primer caso, su nivel depende de los tipos de interés y en el segundo del nivel de endeudamiento. Por tanto, el servicio de la deuda viene influenciado por variables como la sostenibilidad de la deuda (número de años necesarios para amortizarla, que a su vez depende del nivel de endeudamiento) y la carga financiera de la deuda (renta que hay que destinar a pagar intereses, que a su vez depende de la evolución de los tipos de interés de mercado).

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar cada uno de esos factores que están detrás del servicio de la deuda, como indicador este último de “salud” financiera. Nuestro análisis distingue entre empresas y familias, para dar una visión también conjunta del sector privado no financiero. En todo momento adoptamos una perspectiva comparada a nivel internacional. Aunque analizamos el periodo que transcurre desde el inicio de la gran recesión en 2008 hasta 2023 (el 2008 fue el año de máximo endeudamiento del sector privado español), ponemos especial interés en analizar lo acontecido de 2022 a 2023, ya que fue en julio de 2022 cuando cambió la orientación de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) con una primera subida de tipos de interés que ha proseguido en diez ocasiones hasta situarse desde septiembre de 2023 en el 4,5 %.

Para analizar los factores mencionados que hay detrás del servicio de la deuda, en primer lugar, analizamos el nivel de endeudamiento (como porcentaje del PIB como suele ser lo habitual). En segundo lugar, dado que la sostenibilidad de la deuda depende de la capaci-

dad para hacerle frente (amortizarla) con la renta bruta disponible, nos centramos en este indicador. En tercer lugar, ponemos el foco en la importancia de los tipos de interés, analizando el porcentaje de renta a destinar al pago de los costes financieros. Finalmente, el efecto total de todas estas variables se da en el servicio de la deuda, que es el porcentaje de la renta bruta disponible que empresas y familias deben destinar a los costes financieros y a la amortización anual del principal.

Evolución de la deuda del sector privado

La etapa del *boom* crediticio que acompañó la bonanza económica hasta el estallido de la crisis financiera de 2007-2008, alimentó un crecimiento del endeudamiento del sector privado de la economía española, tanto en empresas como en familias. En 2008, la ratio deuda (consolidada) privada/PIB alcanzó un nivel del 197,4 %, casi 60 puntos por encima de la UE-27. Desde entonces del desapalancamiento realizado ha sido muy intenso, de forma que el nivel de 2023 es 86 pp inferior al de aquel año. En 2022, último año disponible para la UE-27, la ratio deuda privada/PIB de España es 9,4 pp inferior a la europea y se sitúa por debajo de Portugal, Finlandia, Irlanda, Bélgica, Francia, Dinamarca, Suecia, Países Bajos, Chipre y Luxemburgo.

En el caso de las empresas, que partían de niveles de endeudamiento más elevados, el desapalancamiento también ha sido muy intenso (de 50 pp), pasando del 115 % del PIB en 2008 al 64,7 % en 2023. Ese esfuerzo por reducir la deuda ha supuesto que de partir en 2008 de una ratio que era 34 pp superior en España, desde 2017 es inferior, situándose 7 pp por debajo de la UE-27 en 2022. En las familias, el desapalancamiento ha sido de 35,7 pp de 2008 a 2023, pasando del 82,6 al 46,9 %. La convergencia a la media de

la UE-27 se ha conseguido en 2021, y en 2022 la ratio es 2,4 pp menor en España (gráfico 1).

La otra cara de la moneda del desapalancamiento del sector privado de la economía española se ve reflejada en el balance de la banca española, cuyo *stock* vivo de crédito ha caído un 37 % desde su nivel máximo en 2008 hasta finales de 2023. Son 687.000 millones menos de crédito. De hecho, el dato más reciente de enero de 2024 es el menor de los últimos 16 años, lo que implica que en estos años el negocio de la banca en España se ha desenvuelto en un contexto complicado para asegurar una rentabilidad que supere el coste de captar capital.

Sostenibilidad de la deuda privada

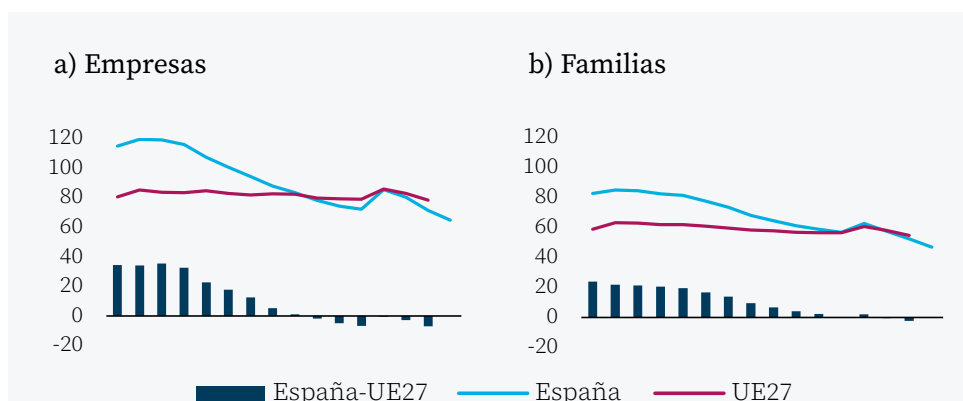
La sostenibilidad de la deuda depende de la capacidad de pago para hacerle frente, aproximándose esa capacidad por la renta bruta disponible en el caso de los hogares y el excedente

bruto de explotación en el caso de las empresas (véase gráfico 2). En estas últimas, con la clara excepción de 2020 fruto del desplome de los ingresos con motivo del impacto de la pandemia, la ratio deuda/excedente bruto de explotación muestra una clara tendencia decreciente, de forma que ha pasado de un valor máximo de 5,5 a 3,1 en 2023. Lo que eso significa es que si en el momento del estallido de la crisis financiera de 2008 las empresas necesitaban el beneficio de más de cinco años para amortizar su deuda, en la actualidad hacen faltan los beneficios de poco más de tres años. En la comparativa con la UE-27 la situación ha cambiado, ya que si en 2008 la deuda era mucho menos sostenible en España (hacían falta 1,6 años más para pagar la deuda: 5,4 vs 3,7), en 2022 (último año disponible para la comparativa europea) la sostenibilidad es mejor en España, necesitando las empresas europeas un mes más que las españolas para amortizar su deuda (3,3 vs 3,4). En 2023, en España se ha producido una ligera caída en esos años, al pasar de 3,3 a 3,1.

Gráfico 1

Ratio deuda privada (no consolidada)/PIB del sector privado no financiero

Porcentaje



Fuentes: Eurostat y Banco de España.

|
*Si en el momento del estallido
 de la crisis financiera de 2008 las
 empresas necesitaban el beneficio
 de más de cinco años para amortizar su
 deuda, en la actualidad hacen
 faltan los beneficios de poco
 más de tres años*
 |

En el caso de las familias, el esfuerzo que deben realizar para pagar la deuda es mucho menor que el de las empresas, y la sostenibilidad también ha mejorado mucho en los años analizados. Si en 2008 una familia española necesitaba de media la renta bruta disponible de 1,32 años para amortizar su deuda (frente a 0,9 de una familia europea), en 2023 solo necesita la renta de 0,74 años. Con datos de 2022 para la comparativa más reciente con la UE-27, el dato de 0,85 años de una familia española es menor a los 0,92 de una europea. El esfuerzo que han realizado las familias españolas para reducir su deuda implica que desde 2018 la sostenibilidad de su deuda es mejor que la de la UE-27. Si tenemos en cuenta la renta de la que disponen las empresas y familias para hacer frente a la deuda, la sostenibilidad ha mejorado mucho en España fruto del desapalancamiento realizado en los últimos años, teniendo en la actualidad que dedicar las españolas menos años de renta para amortizar su deuda que las empresas y familias europeas.

|
*Si en 2008 una familia española
 necesitaba de media la renta bruta
 disponible de 1,32 años para amortizar
 su deuda (frente a 0,9 de una familia
 europea), en 2023 solo necesita
 la renta de 0,74 años*
 |

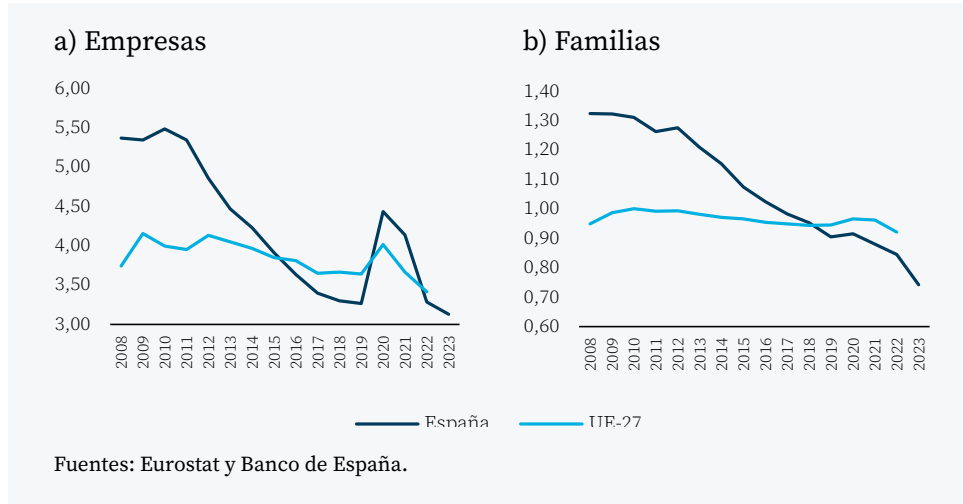
La carga financiera de la deuda

Además de tener que hacer frente a la amortización del principal utilizando para ello el excedente bruto de explotación (en el caso de las empresas) y la renta bruta disponible (en el caso de las familias), las empresas y familias deben hacer frente con regularidad a los intereses de la deuda, lo que va a depender en general de la evolución de los tipos de mercado. Por tanto, empresas y familias deben destinar parte de su renta a pagar los costes financieros, siendo mayor la carga de la deuda cuanto mayor sea la renta que destinar. A su vez, ese porcentaje será mayor cuando mayor sea el endeudamiento y el tipo de interés.

Como muestra el gráfico 3, el elevado endeudamiento que alcanzaron las empresas españolas en 2008 suponía que tuvieran que destinar en ese año el 31 % de su excedente bruto disponible a pagar los intereses de la deuda, 9 pp más que las empresas europeas. Fruto del desapalancamiento de los años siguientes, desde entonces ha ido disminuyendo esa carga, para situarse en 2022 en solo el 7 %, a lo que también ha contribuido los años en los que los tipos de interés han sido muy reducidos como consecuencia de la política expansiva del BCE (desde finales de 2011 hasta noviembre de 2022, el tipo de intervención no superó el 1,5 %). Pero con los problemas de inflación surgidos en 2022 y el drástico cambio de tono de la política del BCE, la reciente e intensa subida de los tipos de interés se ve reflejada en la carga de la deuda en 2023, que en España ha subido del 7 al 13 %, por lo que en un solo año casi se ha duplicado. Para la comparativa europea, el dato más reciente es el del tercer trimestre de 2023 y el acumulado del año hasta esa fecha muestra una carga de la deuda de las empresas españolas del 9 %, inferior al 12 % de las europeas. Si nos centramos puntualmente en el

Gráfico 2

Ratio deuda (no consolidada)/excedente bruto de explotación de empresas y renta bruta disponible de los hogares



tercer trimestre de 2023, el dato de España sube al 15 %, 2 pp más que el europeo. Y solo para España en el cuarto trimestre, la ratio vuelve a aumentar al 16,3 %.

En las familias, la carga de la deuda es mucho más reducida que la de las empresas, sobre todo porque su nivel de endeudamiento es inferior. El desapalancamiento que han realizado las familias españolas desde 2008 en un entorno de bajos tipos de interés ha permitido reducir drásticamente la carga de la deuda. Así, si en 2008 una familia española destinaba de media el 7,5 % de su renta bruta disponible a pagar intereses, en 2022 el porcentaje fue solo del 1,8 %. Y si en 2008 esa carga era mayor en las familias españolas que en las europeas (7,5 % vs 5,2 %), desde 2013 es menor. Al igual que ocurre con las empresas, la tendencia a la baja se ha truncado en 2022, ya que con la intensa subida de tipos de interés, en 2023 las familias españolas han destinado el 2,6 % de su renta a pagar intereses, dato superior al 1,8 % de 2022. Con el dato acumulado

hasta septiembre de 2023 para la comparativa europea¹, también en la UE-27 ha aumentado la carga de la deuda del 1,8 al 2,5 %, pero con algo menos de intensidad que en España. De esta forma, el dato de España (2,4 %) casi se iguala al europeo (2,5 %). Si cogemos en dato puntual del tercer trimestre de 2023, el dato de España ya supera el de la UE-27 (2,7 % vs 2,6 %), y el del cuarto trimestre aumenta en España al 3,2 %.

El servicio de la deuda

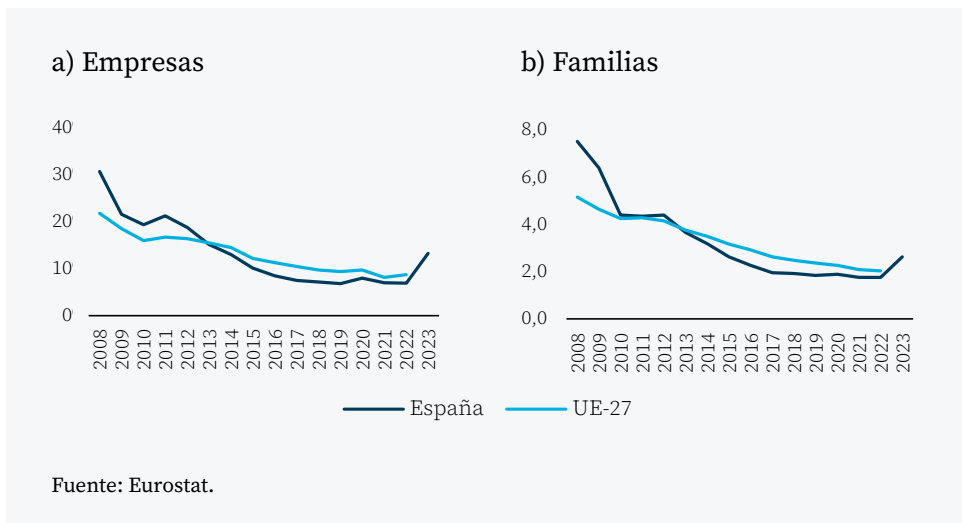
Una vez hemos analizado el esfuerzo que tienen que hacer empresas y familias para amortizar la deuda, por un lado, y para pagar los intereses, por otro, para completar la visión de la carga de la deuda hay que tener en cuenta ambas dimensiones. Pero en esta ocasión no nos centramos en la deuda pendiente de amortizar, sino en la que se amortiza cada año. De esta forma, tenemos una visión del servicio de la deuda, es decir, de la renta que familias y empresas deben destinar cada año a

1 Con datos trimestrales, utilizamos datos desestacionalizados.

Gráfico 3

Costes financieros en relación al excedente bruto de explotación de las empresas y la renta bruta disponible de los hogares

Porcentaje



pagar intereses y amortizar principal. Además de los intereses a pagar, la carga también debe incluir otros costes asociados a la deuda como son las comisiones bancarias.

Este es el análisis que hace el Bank for International Settlements (BIS) cuando ofrece estadísticas del porcentaje que supone esa carga (amortización de principal y costes financieros) sobre la renta bruta disponible, antes de pagar intereses y dividendos. Es el indicador que denomina ratio del servicio de la deuda (*debt service ratio*). Obviamente, cuando mayor sea ese porcentaje menos sostenible es la deuda y más probabilidad hay de impago en caso de que alcance niveles muy elevados. El BIS ofrece la ratio para 17 países de forma desagregada para empresas y familias, de los que 12 son europeos, a los que añadir EE. UU., Canadá, Australia, Japón y Corea. Para el total del sector privado, la muestra disponible es mucho mayor.

Si en 2008 la ratio del servicio de la deuda era de España era la segunda más elevada de los países para los que el BIS ofrece información, en 2023 es la quinta con menor ratio, solo por delante de Alemania, Italia, Reino Unido y Australia

En el caso de las empresas españolas, la ratio del servicio de la deuda alcanzó un máximo del 59,3 % en 2008 y disminuyó hasta el 32,3 % en 2019 (gráfico 4). Luego repuntó por la pérdida de renta de las empresas durante la pandemia, de forma que se situó en el 43,9 % en 2021. Tanto en 2022 como en 2023 (hasta septiembre) ha vuelto a caer, si bien el último dato del 34,7 % supera el alcanzado en 2019. Si en 2008 la ratio de España era la segunda más elevada de los países para los que el BIS ofrece información, en 2023 es la quinta con menor ratio, solo por delante de Alemania, Italia, Reino Unido y Australia.

En las familias, el servicio de la deuda es claramente menor que en las empresas. También fue 2008 el año de mayor servicio en las familias españolas, al destinar el 11,3 % de su renta a amortización y costes financieros de la deuda. A diferencia de las empresas, la caída desde ese año no se detuvo con la pandemia, seguramente porque su renta no se vio afectada tanto como el de las empresas, en parte por las medias implementadas para hacer frente a la crisis (como los ERTE). De esta forma, el mínimo valor se ha alcanzado en septiembre de 2023, con una ratio del 5,6 % que es la mitad de la de 2008. En la actualidad, el esfuerzo que tienen que hacer las familias españolas para hacer frente al servicio de la deuda es el segundo más bajo de los países de la muestra, solo por delante de Italia. Es una situación bien

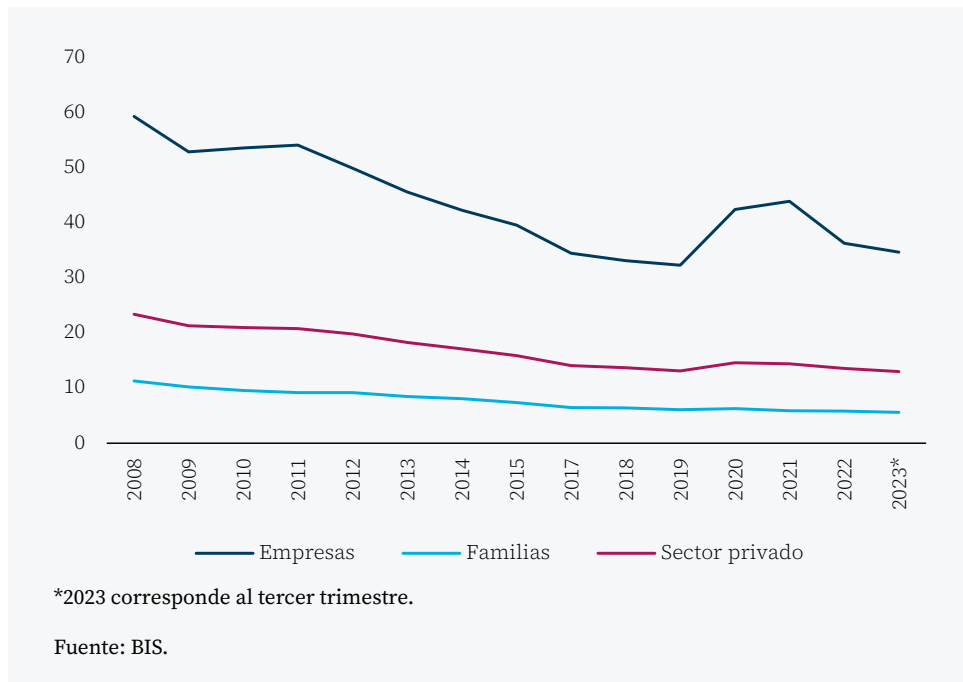
distinta a la del año de la gran recesión, cuando la ratio del servicio de la deuda de las familias españolas era la octava más alta de los 17 países de la muestra.

Si agregamos familias y empresas, la visión que se desprende del sector privado es que el servicio de la deuda ha mejorado mucho en España desde 2008, como consecuencia sobre todo del desapalancamiento realizado en un contexto de reducción de los tipos de interés. Si en 2008 el sector privado necesitaba el 23,4 % de su renta bruta disponible para pagar los costes de la deuda (intereses, comisiones y amortización del principal), en septiembre de 2023 el porcentaje es 10 pp inferior (13 %). En 2023 no ha empeorado la ratio, lo que implica que el efecto del aumento de los

Gráfico 4

Servicio de la deuda del sector privado español

Porcentaje de la renta bruta disponible destinado a pagar costes financieros y amortización anual del principal



tipos de interés ha sido más que contrarrestado por la reducción del nivel de endeudamiento y el aumento de la renta disponible.

En comparativa internacional, en esta ocasión, para el sector privado el BIS ofrece datos para 64 países. En 2008, España era el quinto país con el mayor servicio de la deuda, pero en 2023 es el noveno con menor ratio, y ligeramente por encima de países como Alemania (10,8 %) e Italia (10,6 %).

Conclusiones

El intenso desapalancamiento que ha realizado el sector privado de la economía española desde 2008 en un contexto de bajos tipos de interés ha mejorado enormemente la sostenibilidad de la deuda y aligerado su carga, con una intensa caída en el porcentaje de la renta a destinar al pago de los intereses. Esta situación se ha visto alterada desde mediados de 2022 como consecuencia del cambio de orientación de la política monetaria del BCE para hacer frente a la inflación. Así, la magnitud de subida de los tipos de intervención del BCE explica que de 2022 a 2023, las empresas españolas hayan duplicado los intereses pagados de la deuda (hasta algo más de 40.000 millones de euros), siendo el aumento del 66 % en el caso de las familias (hasta algo más de 24.000 millones de euros). Por tanto, en un solo año, el sector privado español ha visto aumentar sus costes financieros en 29.600 millones de euros (un 85 %), hasta situarse en 64.400 millones de euros.

Esta fuerte subida de los costes financieros ha hecho que también se ha haya dupli-

cado el esfuerzo financiero de las empresas, ya que si en 2022 destinaron el 7 % de su excedente bruto de explotación a pagar intereses, en 2023 el porcentaje ha sido del 13 %. Aunque en las familias también ha aumentado (del 1,8 al 2,6 %), el nivel es mucho menor. A pesar de este aumento de la carga financiera de la deuda, en España es menor que en la media de la UE-27 en el caso de las empresas (9 % vs 12 % de forma acumulada en los tres primeros trimestres de 2023), siendo similar en las familias (2,5 %). No obstante, el último dato puntual del tercer trimestre de 2023 muestra un valor de las empresas españolas que supera al europeo (15 % vs 13 %) y también lo supera en las familias (2,7 % vs 2,6 %). En el cuarto trimestre, el porcentaje vuelve a aumentar en España, al 16,3 % en las empresas y al 3,2 % en las familias.

El efecto conjunto del endeudamiento y la carga financiera impactan en el servicio de la deuda, es decir, en el porcentaje de la renta que hay que destinar cada año a pagar costes financieros y amortizar el principal. Poniendo el foco en lo que ha acontecido de 2022 a 2023 por la fuerte subida de tipos, se ha reducido el servicio de la deuda, porque el aumento de los costes financieros ha sido compensado por la reducción del nivel de endeudamiento y el aumento de la renta disponible. En 2023 (hasta el tercer trimestre), las empresas españolas han destinado el 34,7 % de su renta al servicio de la deuda y las familias el 5,6 %, siendo niveles reducidos en el contexto internacional y muy alejados de los máximos alcanzados en 2008.

05

Borja Gambau Suelves

Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A. y
Red por las buenas prácticas en la evaluación, RedEv

Montaña González Broncano

Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



Los efectos de la pandemia y la crisis inflacionaria en el gap de financiación del mercado de crédito en España

La reciente volatilidad de los mercados financieros, causada por crisis económicas y el cambio hacia una economía más resiliente, digital y verde, ha impactado la oferta y demanda de financiación, afectando especialmente a pymes y microempresas. Este artículo analiza el aumento de las necesidades de financiación de las pymes en España entre 2019 y 2023, estimando el gap de financiación y explicando sus causas. Además, destaca cómo los instrumentos financieros públicos reembolsables son clave para apoyar al tejido productivo en tiempos de incertidumbre.

Los fallos de mercado y las necesidades de financiación de las pymes españolas

El mercado de crédito se ve afectado por ciertos fallos estructurales en el acceso a financiación por parte de las empresas, como es la existencia de información asimétrica, lo que justifica la intervención del sector público para corregirlos (Akerlof, 1970; Berger y Udell, 1992; Berger y Udell, 1995; Stiglitz y Weiss, 1981; Diamond, 1984).

De forma adicional a la ineficiencia en la asignación de recursos que se produce ante situaciones como el riesgo moral o la selección adversa, el acceso a la financiación se ve afectado por otros tipos de fallos de carácter estructural (AIReF, 2023). Entre ellos se encuentran las situaciones de provisión subóptima, que surgen ante la difícil integración de actividades que generan externalidades positivas, como la innovación, la digitalización o la transición ecológica, en los esquemas tradicionales de riesgo, coste y beneficio. Pero también puede deberse a la existencia de mercados altamente atomizados alrededor de unos pocos oferentes o también, por la presencia de mercados incompletos o poco desarrollados, como sería el caso del mercado de financiación del capital, que limita las alternativas en el acceso a la financiación pese a que exista un apetito creciente hacia este tipo de instrumentos.

Como consecuencia de estos fallos, surge un problema en el acceso a la financiación por parte de las empresas que sufren en mayor medida pymes y microempresas. Este problema de acceso, conocido como gap de financiación, es resultado de unas necesidades de financiación no satisfechas debido a las rigideces que enfrenta la oferta, lo que genera un exceso de demanda por el que empresas financieramente viables o con proyectos de interés, se ven expul-

sadas del mercado por cuestiones ajenas a su solvencia financiera. En este sentido, el gap de financiación representa aquel volumen de financiación al que podrían acceder las empresas expulsadas del mercado si las fricciones no existieran; es decir, si todas las empresas que quisieran obtener financiación para desarrollar su actividad la consiguieran (Fi-compass, 2019).

Este gap de financiación, que se origina de manera estructural, se ve intensificado por factores coyunturales como pueden ser las del actual contexto de incertidumbre generado por los recientes episodios de crisis, como el repunte de la inflación ligado al estallido de los conflictos bélicos, o la abrupta restricción de la actividad causada por las medidas adaptadas para frenar la expansión de la pandemia, que han tenido un impacto asimétrico sobre la actividad económica y la distribución de las rentas de mercado (Gambau *et al.*, 2022; Amores *et al.*, 2023).

Además, en respuesta a estos factores, la economía se encuentra inmersa en un proceso de recuperación y transformación para fortalecer su resiliencia ante futuros *shocks*, lo que podría aumentar la demanda de financiación en contra de las mayores restricciones de oferta en un entorno de elevada incertidumbre, generando así un incremento adicional en el gap de financiación.

Es por ello por lo que el objetivo de este trabajo es doble. Por un lado, se analizan las necesidades de financiación de las pymes en España entre 2019 y 2023 utilizando la estimación del gap de financiación. En segundo lugar, el artículo trata de explicar cuáles han sido las causas que lo determinan, atendiendo a explicaciones tanto por el lado de la oferta de financiación, como de cambios en la demanda. Para ello, se ha utilizado información agregada proveniente

tanto de la *Encuesta de Acceso a Financiación de las Empresas* (SAFE, por sus siglas en inglés) del Banco Central Europeo, como de los informes de financiación de la pyme de CESGAR y la *Encuesta de Préstamos Bancarios* (EPB) de Banco de España.

|
*Tras el estallido de la pandemia,
 se produjo una caída brusca del número
 de pymes financieramente viables
 desde el 80 % en 2019 hasta el 32 %
 en 2020*
 |

Evolución de las necesidades de financiación y sus determinantes

La crisis más reciente tras la pandemia y agravada por los efectos derivados de los posteriores conflictos bélicos –inflación, repunte de la curva de tipos de interés– ha puesto de manifiesto la necesidad de realizar inversiones en las empresas que deriven en cambios del modelo productivo, más centrado en la digitalización, transición ecológica, y la cohesión territorial y social, en línea con los principales ejes del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. Esta coyuntura ha afectado a la cobertura de la financiación de las pymes españolas, poniendo de manifiesto cambios tanto en la demanda de empresas con necesidades de financiación como en el uso de las fuentes para cubrirlas.

Tras el estallido de la pandemia, se produjo una caída brusca del número de pymes financieramente viables desde el 80 % en 2019 hasta el 32 % en 2020 (parón generalizado de la economía, caída de ventas, problemas posteriores en las cadenas de suministros). No obstante, un año después, el porcentaje se había recuperado hasta el 70 %, en parte gracias al despliegue de las medidas extraordinarias impulsadas desde la intervención pública para el sostenimiento del tejido productivo (por ejemplo, Línea de avales covid). Una tendencia similar se observa en la UE, ya que en el resto de los países europeos también se aplicaron medidas de apoyo a la empresa similares.

La mejora generalizada de la solvencia financiera de las pymes en un contexto de transición del modelo productivo ha venido acompañada de un aumento de las necesidades de financiación de las pymes, que se han incrementado desde 2019 del 34,8 al 54 % tras la pandemia. El tensionamiento que han sufrido las empresas, tanto por una caída de los ingresos como consecuencia de las restricciones de actividad durante la pandemia, así como por un incremento de los costes de producción debido a la ruptura de las cadenas de suministros y el incremento de la inflación hasta máximos históricos, derivando en problemas de tesorería y necesidad de refuerzo en la estructura financiera de las pymes.

De estas empresas con necesidades de financiación, la proporción de aquellas que necesitaban financiación bancaria se ha reducido en los últimos cuatro años 18 puntos porcentuales (pp) desde el 87,4 % en 2019, hasta el 69 % en 2023. Este hecho denota un cambio en el patrón de las necesidades con una tendencia desde la bancarización hacia otras fuentes de financiación¹, ya sea a través de un refuerzo del capital de la empresa como por otros recursos ajenos no bancarios. Sin embargo, como consecuencia del incremento de las necesidades de financiación, la demanda de financiación bancaria ha crecido hasta el 37,2 % en 2023 (+6,8 pp), pero también lo ha hecho la demanda por otras fuentes de financiación, que se ha triplicado desde el 4,4 % en 2019 al 16,8 % en 2023.

1 Capital (*equity*), pago aplazado a proveedores, subvenciones, grupo empresarial y familiares y amigos (*business angels* y *family office*).

Gráfico 1

Evolución del porcentaje de empresas financieramente viables (España vs Unión Europea)

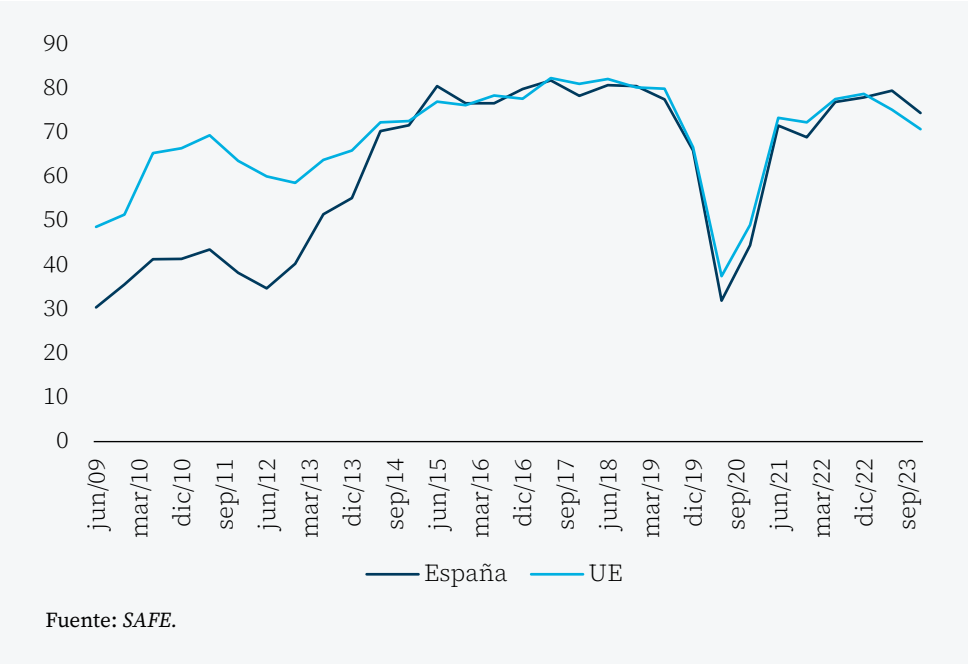
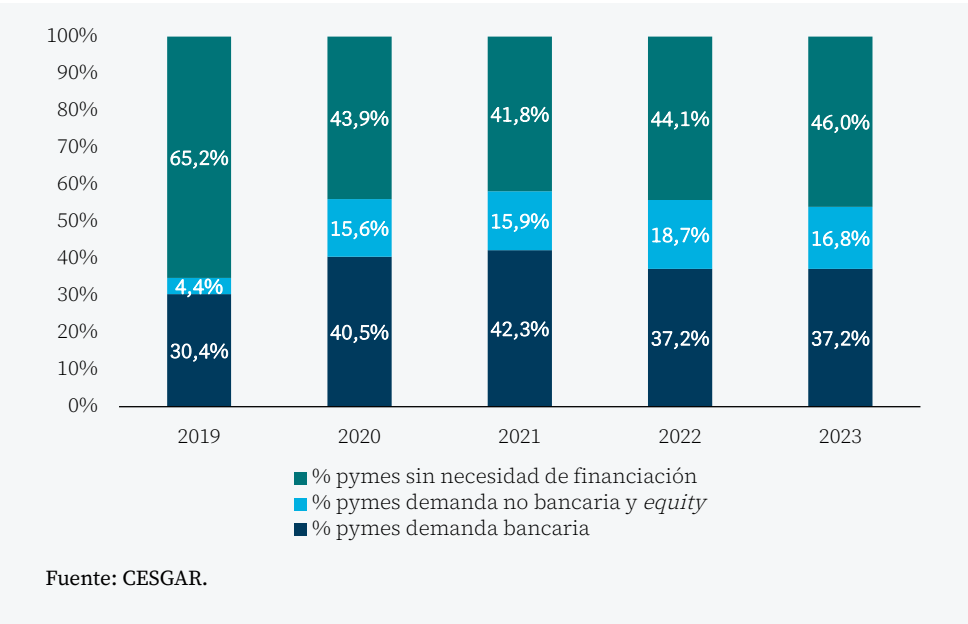


Gráfico 2

Evolución de la demanda de financiación de las pymes



|
Se observa un problema en el acceso a la financiación en la medida que las empresas que finalmente lo consiguen han caído del 87 % en 2019 hasta el 79 % en 2023
 |

Pese al aumento de la demanda bancaria como consecuencia del incremento de las necesidades de financiación, se observa un problema en el acceso a la financiación en la medida que las empresas que finalmente lo consiguen han caído del 87 % en 2019 hasta el 79 % en 2023 (-8,1 pp). Ello se fundamenta en varios motivos:

- Ha aumentado el número de empresas que no han accedido a la financiación bancaria ya sea por rechazo de la entidad financiera –contracción de la oferta– o porque la empresa no acepta las condiciones de la operación (generalmente, por costes elevados). En este sentido, cabe destacar la reducción de la tasa de rechazo por parte de la entidad en 2021, que podría estar motivado por el refuerzo desde el apoyo público a la solvencia del sistema con el paquete excepcional de medidas para ayuda a las empresas (línea avales covid). Con la extinción de las medidas en 2022, la tasa de rechazo repunta hasta superar los niveles previos a la pandemia (5,9 % en 2019 vs 8,5 % en 2023).
- Se ha incrementado el número de empresas desmotivadas por miedo a no hacer frente a los costes, lo que es reflejo de las expectativas de las empresas ante el encarecimiento de los préstamos por el cambio de política monetaria del BCE para contrarrestar la deriva alcista de la inflación;
- El número de empresas que están a la espera de confirmación de resolución de

la solicitud por parte de la entidad financiera también ha aumentado. Los motivos que pueden explicar esta evolución están relacionados con la incertidumbre de la actividad económica y la evolución de los ratios de solvencia de las empresas, posible saturación de las entidades financieras ante otros programas (por ejemplo, programas de ayudas públicas reembolsables como préstamos o garantías canalizados a través de los bancos), concentración bancaria, afloración de necesidades de financiación en sectores o actividades con un riesgo más elevado con una menor tolerancia al riesgo por parte de las entidades (innovación o digitalización por ejemplo).

Descendiendo al detalle del primer factor explicativo, la contracción de la oferta, según la *Encuesta de Préstamos Bancarios* (BCE), habría sido consecuencia, principalmente, del aumento de los riesgos percibidos, vinculado a: 1) deterioro de las perspectivas económicas tanto a nivel general como específicas del propio sector o de la empresa, así como, 2) a una menor tolerancia al riesgo por parte de las entidades financieras, tal y como se puede observar en el gráfico 4.

En contextos de elevada incertidumbre y, por tanto, elevado riesgo, las entidades financieras suelen penalizar la financiación concedida de las pymes en mayor medida frente a las grandes empresas por su *a priori* menor fortaleza financiera y como consecuencia de los fallos de mercado, materializándose en mayores restricciones en el acceso al crédito, o en un aumento del coste de las operaciones ofertadas.

Con todo ello, la demanda de financiación de las pymes está versando hacia otro tipo de modalidad, tal y como apuntábamos anteriormente. Si analizamos la encuesta *SAFE*, se apre-

Gráfico 3

Evolución de las causas de no acceso a la financiación bancaria

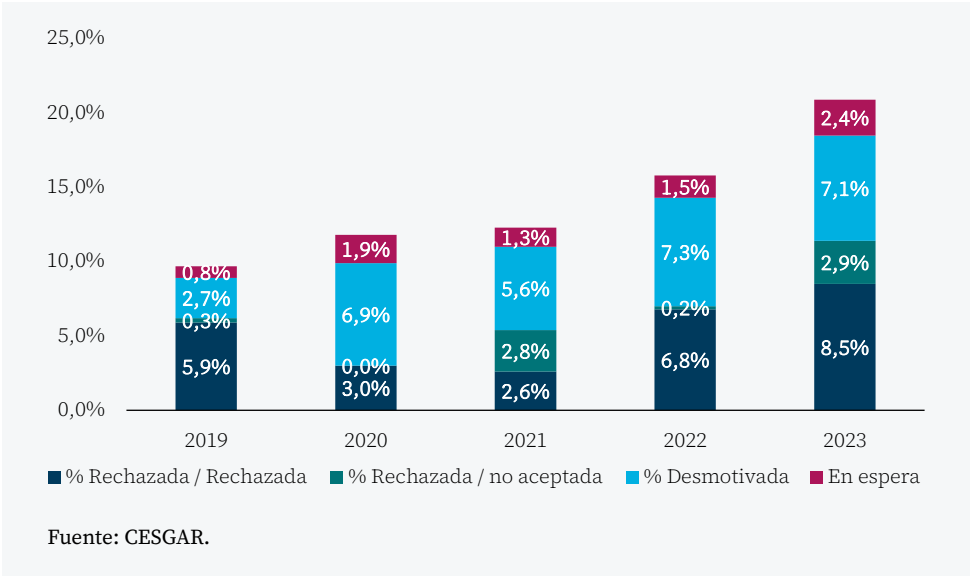
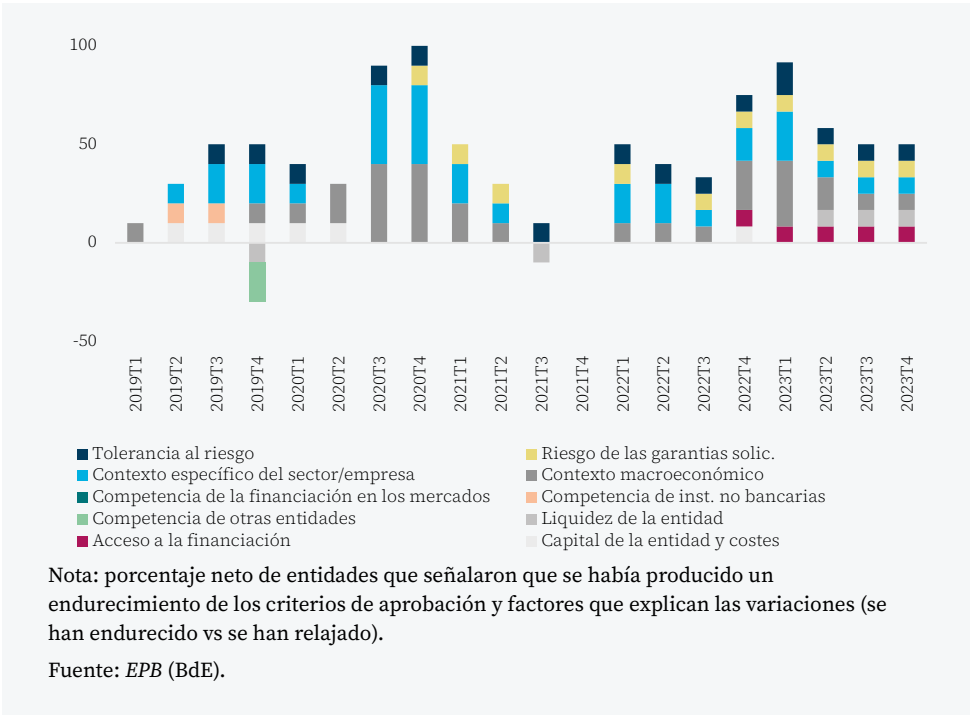


Gráfico 4

Valoración de los criterios de aprobación de préstamos a empresas y factores explicativos



cia cómo existe una tendencia de las pymes españolas desde 2019 hasta la actualidad por un mayor uso y/o necesidad de fuentes alternativas a las bancarias como el capital (gráfico 5).

Según la encuesta, las empresas que responden que “no necesitan o que no usaron financiación bancaria cuando sí la consideraron relevante” se incrementó cinco puntos

porcentuales desde 2019 hasta el 2023 (26 % y 37 %, respectivamente). Por el contrario, aquellas empresas que “no necesitan o que no usaron financiación vía capital (*equity*)” se reduce ligeramente hasta el 1,3 % y 2,3 %, respectivamente en 2023. Por tanto, aunque el apetito por productos de capital sigue siendo bajo (con un porcentaje aún muy bajo de empresas que consideran relevante este tipo

Gráfico 5

Evolución de las necesidades y usos de la deuda (arriba) y el *equity* (abajo) de las pymes que consideran que es una fuente relevante de financiación



de financiación), se observa un cambio en el apetito de la demanda hacia este tipo de financiación, reduciéndose el número de empresas que reconocen no necesitarlo o usarlo.

El gap de financiación en el mercado de crédito

Como se ha visto, la coyuntura económica reciente ha afectado tanto a los factores que determinan la oferta como a la demanda de financiación. En este contexto, las pymes han manifestado unas mayores necesidades de financiación en un contexto de transformación del modelo productivo, lo que se ha traducido en un aumento tanto de la demanda de financiación bancaria como de otros tipos de financiación. Sin embargo, estas necesidades se han enfrentado a una oferta de financiación con mayores restricciones derivadas de diferentes factores como el repunte de los tipos de interés para controlar la inflación, lo que ha provocado un aumento en el coste de la financiación y con ello, de las tasas de rechazo y desmotivación.

Para explicar en qué medidas estos factores han podido incidir en el incremento de las necesidades de financiación de las pymes españolas, en esta sección se ha estimado el gap de financiación a partir de la metodología propuesta por *fi-compass* (2019) y los resultados agregados de la encuesta *SAFE* en las oleadas 2019-2023. Según esta metodología, el gap de financiación se define como las necesidades monetarias de aquellas pymes que no tienen éxito al solicitar un préstamo bancario a las entidades financieras.

Para completar esta visión sobre el fallo del mercado, se recupera la metodología para la estimación de las empresas no exitosas pre-

sentada en la evaluación *ex ante* de la iniciativa pyme de la DG de Fondos Europeos (2013), al explicar con mayor precisión los factores que pueden estar explicando el fallo de mercado y el aumento del gap de financiación. En particular, estos factores explicativos incluyen tanto cambios en la demanda bancaria, como en la tasa de rechazo (de los préstamos rechazados y no aceptados) y el porcentaje de empresas desmotivadas para el acceso a financiación de mercado.

La primera conclusión que se obtiene del análisis de las estimaciones del gap de financiación es que las necesidades de financiación se han incrementado considerablemente desde el año 2020, el año en el que se observa el menor valor del gap de financiación (cuadro 1).

Aunque parezca contraintuitivo, el año de la pandemia ha sido el año en que menos necesidades de financiación se quedaron insatisfechas en el mercado. Esto se debe a que el incremento de la demanda de financiación bancaria junto al incremento del nivel de financiación solicitado para hacer frente a las nuevas necesidades de las empresas que sobrevivieron no fue suficiente para compensar en términos globales la elevada mortalidad de empresas en el año crítico de la pandemia y la abrupta caída de la viabilidad financiera de las mismas.

Es decir, las necesidades de financiación de la pandemia tocaron su punto más bajo debido a que muchas empresas no pudieron ni siquiera acceder al mercado, ya fuese por la caída de su viabilidad financiera o por su propia mortalidad, que un contexto de un incremento no significativo de la tasa de rechazos ni desmotivación, se manifestó en unas necesidades financieras decrecientes (*fi-compass*) o estables (iniciativa pyme).

Una razón que puede motivar el resultado neutro en términos de restricciones por el lado de la oferta es el paquete de medidas extraordinarias y urgentes que fue aprobado para garantizar el sostenimiento del tejido productivo y en particular, aquel que fue dirigido a reforzar la solvencia del tejido empresarial como fueron la línea de avales covid, o los refuerzos extraordinarios al Fondo de Provisiones Técnicas (FPT) de CESGAR como garante del Sistema de Garantías². Esto llevo a que durante su vigencia (2021), la tasa de rechazo por parte de las entidades financieras se redujera a sus mínimos

históricos (gráfico 3), permitiendo sostener el flujo de crédito en el mercado mientras que la viabilidad financiera de las empresas caía en más de 30 pp en el año 2020.

Superado el momento de mayores restricciones de la pandemia y con el inicio de la crisis inflacionaria, el gap de financiación no ha dejado de crecer, habiéndose incrementado hasta 2023 en el entorno de los 15.000 millones de euros para ambas metodologías. Este incremento de las necesidades de financiación se ha producido incluso en un escenario de elevada mortalidad

Cuadro 1

Estimación de las necesidades de financiación de las pymes españolas

			% no exitosas		Préstamo medio	GAP (€ m)
Nº de pymes	% viable	% de demanda	% rechaz. + % desm.			
2019	1.549.926,4	71,8%	30,4%	8,9%	237.361,81	7.142,3
2020	1.499.792,0	38,2%	40,5%	9,9%	307.383,13	7.062,3
2021	1.482.778,0	70,3%	42,3%	11,0%	275.781,25	13.368,7
2022	1.513.143,0	77,5%	37,2%	14,3%	290.337,00	18.103,2
2023	1.371.584,0	77,0%	37,2%	18,5%	309.545,00	22.499,0

			% no exitosas		Préstamo medio	GAP (€ m)
Nº de pymes	% viable	% relevant / no uso	% relevant / no nec.			
2019	1.549.926,4	71,8%	32,7%	21,1%	237.361,81	30.553,5
2020	1.499.792,0	38,2%	30,8%	18,3%	307.383,13	22.150,3
2021	1.482.778,0	70,3%	34,8%	25,6%	275.781,25	26.298,8
2022	1.513.143,0	77,5%	37,8%	26,1%	290.337,00	39.584,2
2023	1.371.584,0	77,0%	37,2%	25,9%	309.545,00	36.950,8

Nota. Las concreciones *metodológicas* sobre la extracción y análisis de la información están a disponibilidad del lector a partir de la consulta a los autores.

Fuentes: Afi a partir de *DIRCE*, *SAFE*, y *CESGAR*. Metodología iniciativa pyme(arriba) vs metodología fi-compass (abajo).

2 El Sistema de Garantías está formado por la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA) y las 17 Sociedades de Garantía recíproca (SGR) y la Sociedad Estatal de Caución Agraria (SAECA).

empresarial (-12 %), en donde las empresas que han sobrevivido han mejorado su viabilidad financiera (+7 %), y con ella su demanda de financiación (+22 %) con mayores deseos de inversión (+30 %).

|
*Superado el momento de mayores
 restricciones de la pandemia y
 con el inicio de la crisis inflacionaria,
 el gap de financiación no ha dejado de
 crecer, habiéndose incrementado
 hasta 2023 en el entorno de
 los 15.000 millones de euros*
 |

Sin embargo, la contribución al mayor al incremento del gap de financiación se observa en el incremento del porcentaje de empresas que les rechazan o no aceptan su solicitud de financiación por su elevado coste, unido al incremento de la demanda desmotivado por la incertidumbre del mercado (+108 %). Este factor como síntoma de las restricciones en el lado de la oferta han llevado a que las necesidades de financiación no satisfechas se eleven en 2023 hasta el intervalo entre los 22,5 mil millones euros (metodología iniciativa pyme) y los 36,9 mil millones de euros (metodología fi-compass). Como resultado, el gap medio de financiación se ha incrementado un 58 % desde 2019 hasta 2023, y un 76 % sólo desde 2020 a 2023.

Estas cifras, que representan entre 1,5 % y 2,5 % del PIB español de 2023 respectivamente, son un reflejo de la magnitud de las necesidades de financiación no satisfechas, que suponen una barrera al crecimiento económico y la creación de empleo en el medio y largo plazo, así como de la ejecución de las inversiones necesarias para transformar la economía y el tejido productivo en el corto plazo.

La intervención pública a través de instrumentos financieros como fórmula de apoyo a la inversión empresarial

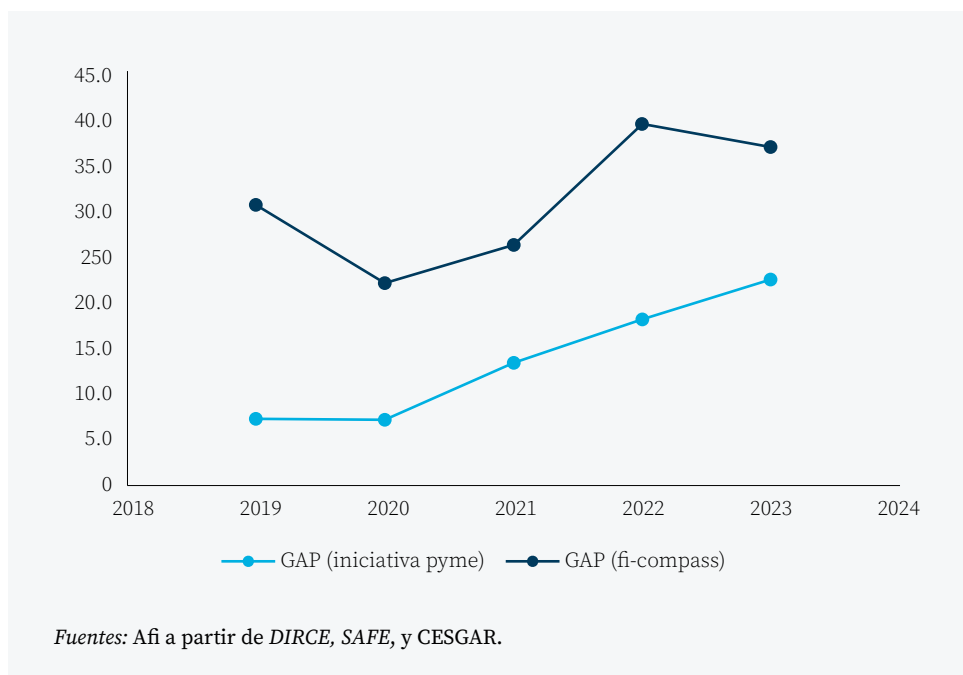
El incremento de las necesidades de financiación motivado por los fallos del mercado estructurales, y su intensificación por cuestiones relacionadas con la coyuntura como los últimos episodios de crisis, justifican la intervención del sector público para mejorar la eficiencia en la asignación de recursos del mercado.

Un buen instrumento para intervenir el mercado de financiación son los instrumentos financieros públicos reembolsables. Prueba de ello, es el impulso decidido que ya desde el periodo de programación 2014-2020 se realiza a escala europea a través de los fondos estructurales, pero cuya máxima representación ha llegado con el despliegue reciente de fondos para ayudar a la transformación y transición de la economía hacia un modelo productivo más resiliente, digital, y verde. En concreto, los fondos *Next Generation EU* o *Invest EU* son el máximo representante de la apuesta decidida por este tipo de instrumentos.

No sólo a escala europea, sino que, a escala nacional, el rol del estado como agente financiero se había instrumentado a partir de diferentes entes y organismos de especial relevancia para el mantenimiento del tejido productivo y vocación de respuesta a los fallos del mercado. Entre estas instituciones destacan el rol de agentes como ICO en su papel de banco nacional de promoción, pero también de otros agentes esenciales como CERSA (sistema de garantías), CDTI (ciencia y tecnología), ENISA (emprendimiento innovador y *start-ups*), COFIDES (internacionalización), o SEPIDES (apoyo industrial).

La mejor muestra reciente de la vocación contracíclica de respuesta de mercado es el esquema de

Gráfico 6

Evolución del gap de financiación para las pymes españolas

garantías que se diseñó e implementó durante la pandemia a partir de los instrumentos asignados a ICO y CERSA en su apoyo transversal a la economía. Como se ha visto, este esquema permitió sostener el flujo de crédito del mercado de financiación a partir del refuerzo de la solvencia del sistema, lo que llevó a que, en parte, las necesidades de financiación de las pymes no se incrementaran exponencialmente.

De igual manera, asociado al despliegue de los fondos *NGEU*, se observa una apuesta decidida por el desarrollo de los mercados de capital a partir del diseño e implementación de instrumentos financieros en la forma de fondos de capital riesgo, o cuasi capital, con el objetivo de ejercer de palanca y arrastre para la movilización de una inversión privada que cada vez muestra más síntomas de apetito por una financiación alternativa a la tradicional bancaria.

Pero también a escala regional encontramos iniciativas de apoyo financiero a partir de instrumentos financieros reembolsables que traten de cubrir el gap de financiación, y diseñados e implementados por el ecosistema de agentes que forman las Agencias de Desarrollo Regional (ADRs), los Institutos de Finanzas Autonómicas (IFAs), y las Sociedades de Garantía Recíproca (SGRS).

Como se intuye, la apuesta por el apoyo público para la financiación de las pymes es clara, no sólo a nivel supranacional, sino también nacional y regional. La continuidad del refuerzo del sistema de garantías, junto a la apertura de nuevos mercados de financiación alternativa y el refuerzo de los canales clásicos de liquidez pública, deben prevalecer como instrumento de política económica clave desde el lado de la intervención.

En este sentido, evaluar tanto de manera *ex ante* como *ex post* hasta que medida los nuevos objetivos estratégicos, como la transición digital y verde, van a llevar asociado un incremento de las necesidades de financiación de las pymes, y cómo la intervención pública puede ayudar

a complementar y corregir el mercado para mejorar su pertinencia, eficacia y eficiencia, se vuelve una cuestión fundamental que el planificador y decisor público deberá enfrentar para seguir dando apoyo financiero a las pymes en un contexto de elevada incertidumbre.

Referencias

- AIReF. (2023). *Estudio sobre los instrumentos financieros del sector público para el apoyo a sectores productivos de la economía española*. División de Evaluación del Gasto Público. https://www.airef.es/wp-content/uploads/2023/11/INSTRUMENTOS-FINANCIEROS-DEL-SECTOR-PU %CC %81BLICO_web.pdf
- AKERLOF, G. A. (1970). The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 488-500. <https://www.jstor.org/stable/1879431>.
- AMORES, A., BASSO, H., BISCHL, J., DE AGOSTINI, P., POLI, S. DICARLO, E., FLEVOTOMOU, M. FREIER, M., MAIER, S., GARCÍA-MIRALLES, E., PIDKUYKO, M., RICCI, M., y RISCADO, S. (2023). Inflation, Fiscal Policy, and Inequality. *ECB Occasional Paper*, No. 2023/330.
- BCE. (2019). *Report Survey on the access to finance of enterprises*. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html
- BCE. (2020). *Report Survey on the access to finance of enterprises*. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html
- BCE. (2021). *Report Survey on the access to finance of enterprises*. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html
- BCE. (2022). *Report Survey on the access to finance of enterprises*. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html
- BCE. (2023). *Report Survey on the access to finance of enterprises*. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html
- BERGER, A. N. y UDELL, G. F. (1992). Some evidence on the empirical significance of credit rationing. *Journal of Political Economy*, 100(5), pp. 1047-1077. https://scholarcommons.sc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1006&context=fin_facpub.
- BERGER, A. N. y UDELL, G. F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*, 68(3) pp. 351-381. <https://www.jstor.org/stable/2353332>.
- CESGAR. (2019). *IX Informe La financiación de la pyme en España*. <https://cesgar.es/xiii-informe-financiacion-de-la-pyme-de-sgr-cesgarbrel-542-de-las-pymes-ha-necesitado-financiacion/>
- CESGAR. (2021). *X y XI Informe La financiación de la pyme en España*. <https://cesgar.es/xiii-informe-financiacion-de-la-pyme-de-sgr-cesgarbrel-542-de-las-pymes-ha-necesitado-financiacion/>
- CESGAR. (2022). *XII Informe La financiación de la pyme en España*. <https://cesgar.es/xiii-informe-financiacion-de-la-pyme-de-sgr-cesgarbrel-542-de-las-pymes-ha-necesitado-financiacion/>
- CESGAR. (2023). *XIII Informe La financiación de la pyme en España*. <https://cesgar.es/xiii-informe-financiacion-de-la-pyme-de-sgr-cesgarbrel-542-de-las-pymes-ha-necesitado-financiacion/>
- DIAMOND, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), pp. 393-414. <https://doi.org/10.2307/2297430>

DIRECCIÓN GENERAL DE FONDOS EUROPEOS. (2013). *Ex ante assessment of the EU SME Initiative*. https://www.fondoseuropeos.hacienda.gob.es/sitios/dgfc/es-ES/ipr/fcp1420/p/Prog_Op_Plurirregionales/Documents/Eval_ex_ante_SME_initiative.pdf

FI-COMPASS. (2019). *Gap analysis for small and medium-sized enterprises financing in the European Union*. Final Report European Commission and European Investment Bank.

GAMBAU, B., PALOMINO, J. C., RODRÍGUEZ, J. G. y SEBASTIAN, R. (2020). COVID-19 restrictions in the US: wage vulnerability by education, race and gender. *Applied Economics*, vol. 54, nº 25.

GOBIERNO DE ESPAÑA. (2023). Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. <https://planderecuperacion.gob.es/>.

STIGLITZ, J. E. y WEISS, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), pp. 393-410. https://www.researchgate.net/publication/4733120_Credit_Rationing_in_Markets_With_Imperfect_Information.

06

Ismael Sanz

URJC, Funcas y LSE

Jorge Sainz

URJC y University of Bath



La tasa de abandono educativa en España y PISA 2022

La tasa de abandono escolar temprano en España es preocupante, situándose en un 13,6 % en 2023, la segunda más alta de la UE. El reciente *Informe PISA 2022* destaca una disminución significativa en el rendimiento académico de los estudiantes en matemáticas y lectura. Los estudiantes repetidores y aquellos de familias con bajos recursos socioeconómicos presentan mayores riesgos de abandono. El artículo sugiere implementar intervenciones tempranas y personalizadas para prevenir el abandono escolar. Además, destaca la importancia de proporcionar información sobre los beneficios educativos y la eficacia de los mentores para mejorar la continuidad educativa.

Introducción

La reducción del abandono escolar temprano es una prioridad en la agenda educativa en España. A pesar de algunos avances, la tasa de abandono en nuestro país sigue siendo alta, situándose en un 13,6 % en 2023, la segunda más elevada de toda la Unión Europea (UE) y lejos del objetivo del 9 % establecido por la Unión para 2030. La tasa de abandono temprano educativa se define como la proporción de jóvenes entre 18-24 años que: i) no han titulado educación secundaria superior (Bachillerato, FP Media o FP Básica) y ii) además no han realizado un curso de formación en las cuatro semanas previas a la realización de la *Encuesta de Población Activa (EPA)*. En los últimos dos años la tasa se ha mantenido estancada mostrando la necesidad de acciones más efectivas. La preocupación por el elevado abandono se materializó en el proyecto “Apoyo para abordar el abandono escolar temprano en España (2021-2023)”, una iniciativa conjunta de la UE, la OCDE y el Ministerio de Educación, FP y Deportes, que busca implementar medidas educativas basadas en evidencia empírica y buenas prácticas. Este artículo analiza el reto de la educación española, el de reducir el elevado abandono escolar, a partir de los datos del reciente *Informe PISA 2022* publicado en diciembre de 2023.

La tasa de abandono y PISA 2022

En este artículo vamos a cruzar el análisis de dos de los retos más relevantes del sistema educativo español, el abandono temprano educativo y el Informe PISA. La prueba de PISA 2022, que evalúa las habilidades en matemáticas, lectura y ciencias de estudiantes de 15 años, reveló que los resultados de España han disminuido considerablemente desde 2015, alcanzando su punto más bajo en 2022 con 473 puntos en

matemáticas. Esta tendencia a la baja también se observa en la OCDE, donde la puntuación promedio ha caído a 472 puntos. De la misma forma, España y la OCDE han experimentado una disminución en el rendimiento de lectura, reflejando una tendencia preocupante de pérdida de competencias en comparación con los estudiantes de 15 años de décadas anteriores. Aunque la pandemia del COVID-19 ha tenido un impacto negativo en los resultados, el declive en las competencias de los estudiantes ya había comenzado antes de 2018, indicando problemas estructurales en los sistemas educativos a nivel internacional.

|
La prueba de PISA 2022, que evalúa las habilidades en matemáticas, lectura y ciencias de estudiantes de 15 años, reveló que los resultados de España han disminuido considerablemente desde 2015, alcanzando su punto más bajo en 2022 con 473 puntos en matemáticas
 |

El Informe PISA realiza la siguiente pregunta a los estudiantes españoles de 15 años: “¿Cuáles de las siguientes titulaciones esperas obtener?”. El alumnado puede responder Educación Secundaria Obligatoria (ESO), Ciclos Formativos de Grado Medio (CFGM), Bachillerato, Ciclos Formativos de Grado Superior (DFGS), Grado Universitario, Máster o Licenciatura o Doctorado (OCDE y Ministerio de Educación, FP y Deportes, 2023). Es interesante poder analizar el abandono educativo antes de que se produzca, cuando los estudiantes aún se encuentran en la etapa educativa obligatoria. De esta forma podremos analizar sus causas desde un principio, cuando los jóvenes todavía no han dejado los estudios y examinar las características de los estudiantes que a los 15 años ya piensan en abandonar su formación.

Las intervenciones para reducir el abandono educativo tienen más éxito si se llevan a cabo previniendo que los jóvenes dejen de estudiar (Serrano et al., 2014) que actuando una vez que ya se han desconectado de sus institutos y desvinculado de su formación.

ciera y pensamiento creativo, cuyos resultados se conocerán en los próximos meses). Zamarro *et al.* (2019) muestran que el hecho de que un estudiante no responda a las preguntas del cuestionario puede ser un indicador de que ese alumno o alumna tiene una menor capacidad

Cuadro 1

Expectativas de los estudiantes españoles de 15 años sobre sus estudios en PISA 2022

“¿Cuáles de las siguientes titulaciones esperas obtener?”	Sí (%)	No (%)	No lo sé (%)	No responden (%)	Total (%)
Educación Secundaria Obligatoria	81,44	1,70	2,33	14,53	100
Ciclos Formativos de Grado Medio	22,49	32,74	18,41	26,35	100
Bachillerato	61,29	13,19	7,27	18,25	100
Ciclos Formativos de Grado Superior	25,52	25,95	22,42	26,10	100
Grado Universitario o Diplomatura	42,17	13,68	20,71	23,44	100
Máster o Licenciatura	37,36	15,36	24,45	22,83	100

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de PISA 2022 (OCDE, 2023).

Database <https://www.oecd.org/pisa/data/2022database/>

El cuadro 1 presenta las expectativas académicas de los estudiantes españoles de 15 años sobre sus estudios en la evaluación PISA 2022. Un alto porcentaje de estudiantes (81,44 %) esperan obtener la ESO. Es relevante ver que ya hay un 1,70 % de los estudiantes españoles de 15 años (que representan a aproximadamente 8.300 jóvenes) que señala que no espera finalizar la ESO. Adicionalmente, otro 2,33 % (que representan a cerca de 11.400 jóvenes) revela que no sabe si va a poder terminar los estudios obligatorios. Hay un 14,53 % que no responde esta pregunta del cuestionario de PISA, que los alumnos cumplimentan después de realizar la prueba de matemáticas, lectura y ciencias (además de otras dos competencias, la finan-

de perseverancia o compromiso, habilidades no-cognitivas muy relevantes en su futuro académico y laboral¹.

Un 22,49 % de los estudiantes españoles en PISA 2022 tiene expectativas de estudiar y finalizar Ciclos Formativos de Grado Medio (CFGM) y un 61,29 % Bachillerato. La suma de los que esperan terminar CFGM y Bachillerato es prácticamente la misma que los que esperan terminar ESO (81,44 %), porque este último nivel es un paso previo para poder realizar uno de los dos siguientes (aunque hay algunas vías de acceder a FP Media sin el título de la ESO). Es decir, los estudiantes de 15 años que esperan finalizar la ESO tie-

1 Además de esta población de 15 años españoles cubierta en PISA 2022, hay un 4,02 % de alumnado matriculado en enseñanzas ordinarias que quedó excluido de la prueba (Table I.A2.1. PISA target populations and samples, 2022). Y un 5,96n% de los jóvenes españoles de 15 años que no está matriculado en enseñanzas ordinarias (Table I.A2.1. PISA target populations and samples, 2022).

nen la expectativa de continuar estudiando y terminar FP Media o Bachillerato. Analizando los datos de la EPA, Jansen y Lacuesta (2024) concluyen también que el porcentaje de estudiantes que no sigue estudiando a pesar de graduarse en la ESO se ha reducido considerablemente en las últimas décadas, un nuevo patrón de continuidad formativa postobligatoria, que ha sido clave para la reducción del abandono escolar. Una vez logrado que la inmensa mayoría de estudiantes que finaliza la ESO continúe con sus estudios, el siguiente reto de la educación española sería conseguir que el alumnado que comienza el siguiente nivel educativo lo finalice. El 28,6 % del alumnado español que comenzó FP Media en 2017-2018 no había finalizado esta etapa, ni seguía matriculado en ningún otro estudio, cuatro años más tarde (Ministerio de Educación, FP y Deportes, 2023). Un 9,3 % de los estudiantes españoles que comienzan Bachillerato tampoco ha finalizado estos estudios cuatro años más tarde (OCDE, 2023,a). Finalizar Ciclos Formativos de Grado Medio o Bachillerato es el nivel requerido para considerar que un joven no ha abandonado tempranamente los estudios, porque es la formación mínima para poder afrontar con garantías la inserción laboral y social de adulto.

Parece que la generación más joven va a estudiar en mayor medida los Ciclos Formativos de Grado Medio que la predecesora

El cuadro 2 muestra los datos reales, no expectativas, del nivel educativo alcanzado por los jóvenes españoles entre 25-34 años. Se observa cierta correlación entre los dos cuadros, a pesar de ser información de dos generaciones diferentes, pues el cuadro 1 recoge las expectativas

de los que tenían 15 años en 2022, y el cuadro 2 refleja los datos reales de los que se encontraban en la franja entre 25-34 años en 2022). Es importante comprobar que sí hay una diferencia entre las expectativas del cuadro 1 en FP Media (22,49 %) y la proporción de jóvenes entre 25-34 años que tiene este nivel de estudios (10,96 %). Parece que la generación más joven va a estudiar en mayor medida los Ciclos Formativos de Grado Medio que la predecesora. Jansen y Lacuesta (2024) corroboran esta conclusión al mostrar evidencia con datos de la EPA de que, a partir de 2015, la transición de ESO a FP Media aumentó de forma notable, especialmente entre los hombres. El porcentaje de graduados de la ESO que optaron por estudiar FP Media se mantuvo en un 13 % para los nacidos en 1990 y creció levemente a un 14 % en el caso de los de 2000, antes de ascender a un 25 % en la cohorte nacida en 2007. Para las mujeres, este incremento fue más moderado y tardío, manteniéndose en un 8 % desde 1990 hasta 2000, y aumentando después al 16 % para las nacidas en 2007 (Jansen y Lacuesta, 2024).

Cuadro 2
Máximo nivel educativo de los jóvenes españoles entre 25-34 años, 2022

Educación Secundaria Obligatoria	72,45
Ciclos Formativos de Grado Medio	10,96
Bachillerato	62,35
Ciclos Formativos de Grado Superior	15,76
Grado Universitario o Diplomatura	34,74
Máster o Licenciatura	17,66

Fuente: *Education at a Glance* (OCDE, 2023).
<https://www.oecd.org/education/education-at-a-glance/>

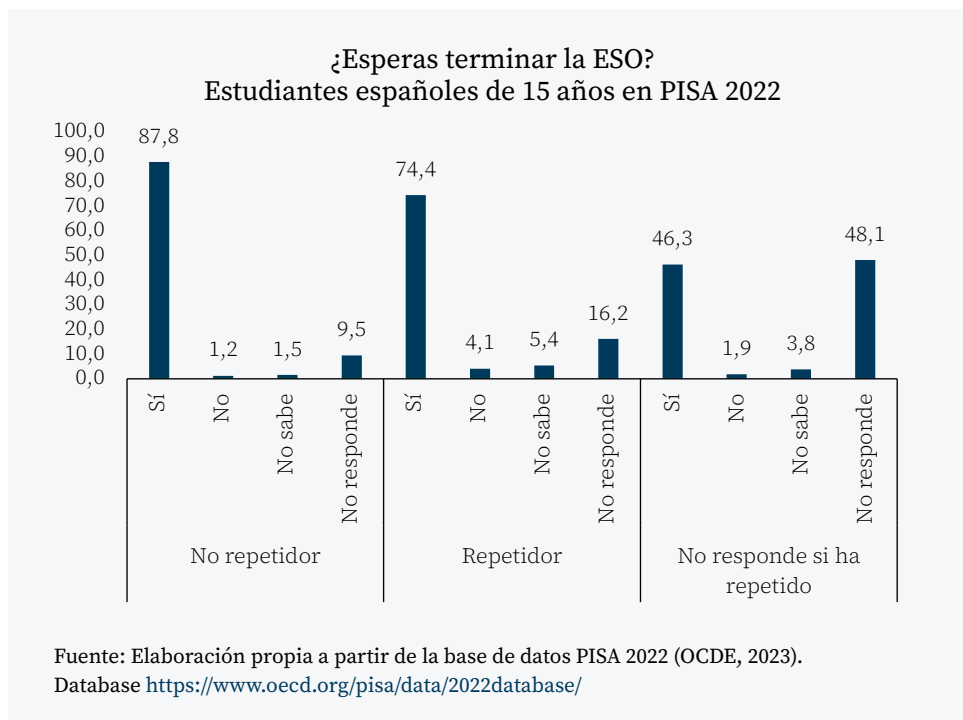
Expectativas en PISA 2022 por repetición, estado de salud y nivel socioeconómico familiar

El análisis de las expectativas académicas de los estudiantes españoles de 15 años con los datos de PISA 2022 nos permite examinar las características del alumnado que podría estar en riesgo de abandonar su formación, lo que podría ayudar a desarrollar estrategias más dirigidas y personalizadas para apoyar su permanencia en el sistema educativo. El sistema educativo español tiene más repetidores, tanto en Primaria como en la ESO, que el promedio de la OCDE. En PISA 2022, un 10,1 % del alumnado español había repetido en Primaria al menos una vez, una proporción que es casi el doble que el 5,8 % de la

OCDE (OCDE, 2023b). Un 14,9 % de los estudiantes españoles de 15 años había repetido al menos en una ocasión algún curso de la ESO, cuando en los países más desarrollados ese porcentaje es del 4,2 %. El gráfico 1 muestra que el 87,8 % de los estudiantes no-repetidores españoles de 15 años señala que espera terminar la ESO, una proporción que disminuye hasta el 74,4 % entre los que ha repetido alguna vez, ya sea en Primaria o ESO. Entre el alumnado que no responde si ha repetido, la proporción de los que esperan terminar la ESO es del 46,3 %, 1,9 % señala que no cree terminar la ESO (mayor que el 1,2 % de entre los no-repetidores), 3,8 % que no lo sabe (superior al 1,5 % de entre los no-repetidores) y un 48,1 % tampoco ha respondido sobre si espera terminar estos.

Gráfico 1

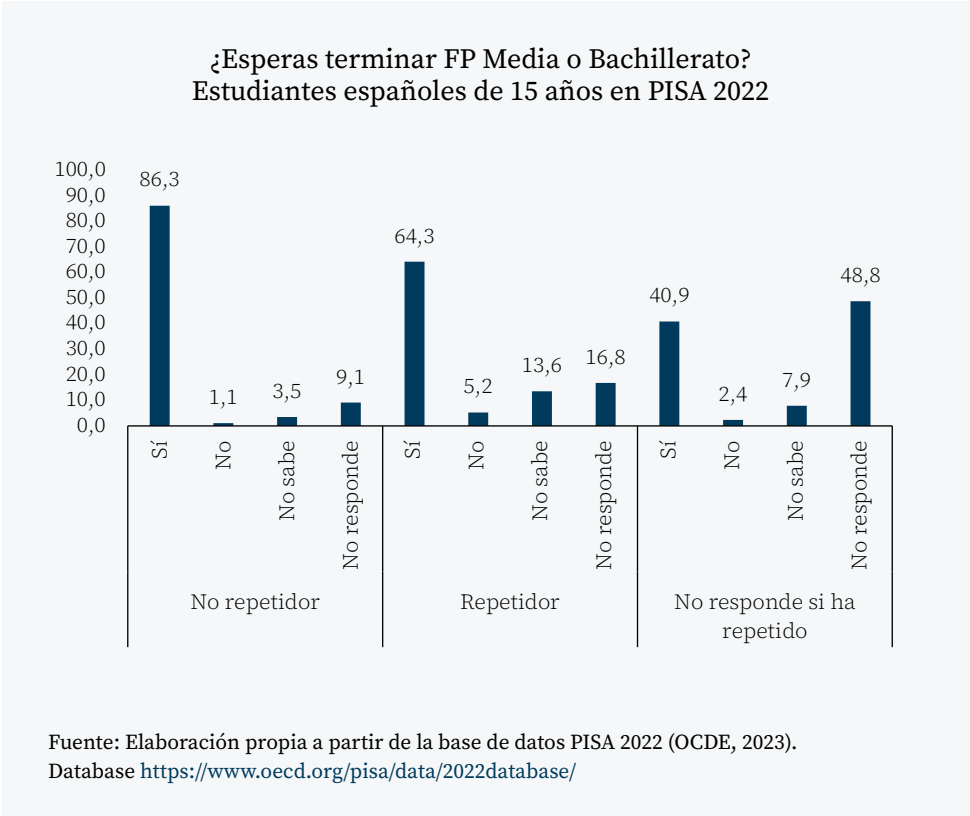
Expectativas de terminar la ESO entre repetidores y no repetidores españoles en PISA 2022



El gráfico 2 muestra que un 86,3 % de los estudiantes españoles de 15 años que no han repetido señalan en PISA 2022 que creen que terminarán FP Media o Bachillerato, el nivel mínimo que hay que finalizar para no considerar que se han abandonado tempranamente los estudios. Es un porcentaje muy similar al 87,8 % de los no repetidores españoles que esperaba finalizar la ESO. Entre los repetidores, un 74,4 % cree que va a finalizar la ESO (gráfico 1), pero bajan al 64,3 % los que esperan poder terminar FP Media o Bachillerato (gráfico 2). Es decir, que haber repetido al menos un curso, ya sea en Primaria o ESO, reduce las expectativas de titular en enseñan-

zas medias. Esta es una primera conclusión importante, el abandono educativo parece centrarse en los estudiantes repetidores, por lo que las medidas destinadas a incentivar la continuidad en los estudios (como las campañas de publicidad sobre las consecuencias de dejar la formación tempranamente o las intervenciones para elevar las expectativas) debería tener como objetivo más relevante a este tipo de alumnado. Los que no responden a la pregunta del cuestionario de PISA sobre si han repetido, pero sí a la de si esperan terminar FP Media o Bachillerato, también tienen unas expectativas académicas más bajas que los que no han repetido nunca.

Gráfico 2
Expectativas de terminar FP Media o Bachillerato entre repetidores y no repetidores españoles en PISA 2022



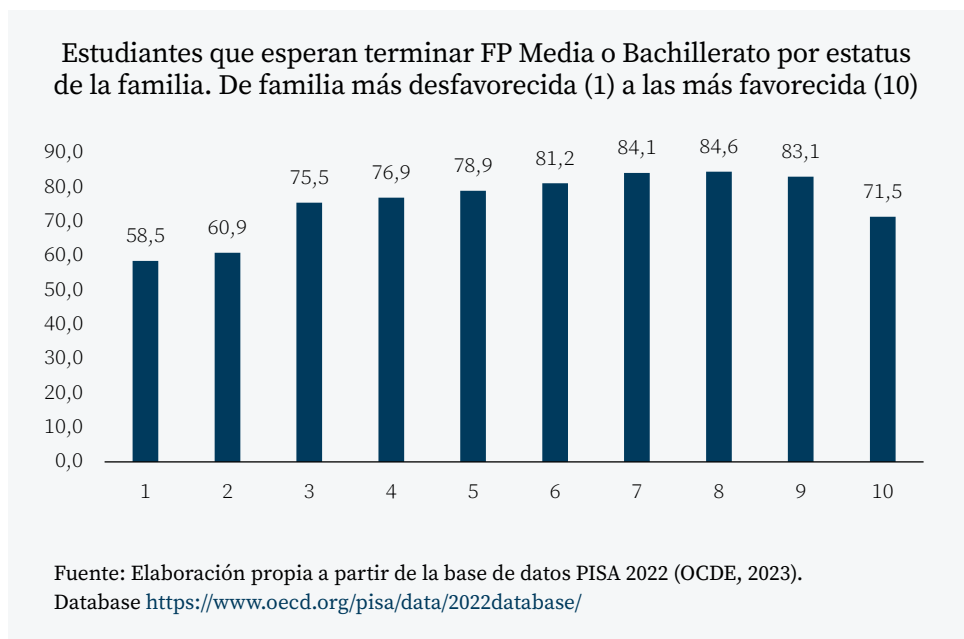
El cuestionario de PISA 2022 también incluye una pregunta a los 30.800 estudiantes españoles que realizaron la prueba, en la que se señala que “La siguiente escala representa la configuración de la sociedad en España. En la parte superior de la escala (valor 10) se encuentran las personas más favorecidas, que son las que ganan más dinero, reciben la mejor educación y tienen los trabajos más respetados. En la parte inferior de la escala (valor 1) están las personas más desfavorecidas, que son las que menos dinero ganan, no reciben educación y no tienen trabajos o tienen los menos respetados.” A continuación, se le pide al estudiante “Ahora piensa dónde colocarías a tu familia en esta escala.”

El gráfico 3 muestra que las expectativas de finalizar FP Media o Bachillerato a los 15 años

son más bajas entre los estudiantes que perciben que su familia se encuentra en los niveles 1 o 2 de la escala por estatus socioeconómico. Hay un salto importante entre el nivel 2, con un 60,9 % de los estudiantes afirmando que cree que titulará en enseñanzas medias, y el nivel 3 con un 75,5 %. A partir de ahí, la proporción de jóvenes españoles de 15 años que cree que finalizará FP Media o Bachillerato continúa creciendo con el nivel socioeconómico, aunque de forma más gradual, hasta alcanzar el 84,6 % de los estudiantes que sitúan a su familia en la escala 8, con un porcentaje similar del 83,1 % en la escala 9. En el nivel 10, sorprendentemente, la proporción de estudiantes que afirma que titulará FP Media o Bachillerato disminuye al 71,5 %. Una buena parte de esta caída se explica porque el alumnado que sitúa a su familia en el nivel 10 del status socioeco-

Gráfico 3

Expectativas de terminar FP Media o Bachillerato de los estudiantes españoles de 15 años por su propia percepción del estatus de sus familias. PISA 2022



nómico no responde a la pregunta sobre si va a terminar FP Media o Bachillerato. Es posible que algunos de estos estudiantes estén matriculados en centros situados en España pero que siguen un sistema educativo extranjero, por lo que o bien no han respondido a la pregunta sobre si terminarán FP Media o Bachillerato (aunque sí han cumplimentado la pregunta sobre el nivel socioeconómico de sus familias) o han señalado que no finalizarán o no saben si terminarán estos niveles educativos.

Un aspecto que se ha estudiado poco es la relación entre el estado de salud de los estudiantes y sus expectativas de estudios. En concreto, el cuestionario de PISA 2022 realiza la siguiente pregunta ¿Cómo dirías que es tu salud?, con la posibilidad de que el alumnado responda excelente, buena, regular o mala. Se trata de una percepción del propio estudiante sobre su estado de salud, aunque es precisamente lo que piensa sobre esta situación lo que puede afectar a sus expectativas académicas.

El cuadro 3 muestra que las expectativas de terminar FP Media o Bachillerato son similares si los estudiantes españoles de 15 años creen que su estado de salud es excelente (83,89 %) o bueno (83,65 %). Esta confianza en titular en enseñanzas medias disminuye hasta el 77,75 % si el alumnado piensa que su salud es regular, una percepción que tiene el 11,48 % de los estudiantes españoles incluyendo los que no respondieron esta pregunta. El 1,75 % de los estudiantes españoles de 15 años piensa que su estado de salud es malo, y su expectativa de terminar FP Media o Bachillerato se reduce al 72,33 %.

Conclusiones

La reducción del abandono escolar temprano es una prioridad crucial para el desarrollo económico y social. A pesar de los esfuerzos, la tasa de abandono en España sigue siendo alta con un 13.6 %

Cuadro 3

Expectativas de terminar FP Media o Bachillerato de los estudiantes españoles de 15 años por su propia percepción de su estado de salud. PISA 2022

¿Esperas terminar FP Media o Bachillerato?	Sí	No	No sabe	No responde sobre si terminará Bachillerato/ FP Media
Estado de Salud				
Excelente	83,89	1,82	4,86	9,43
Buena	83,65	1,49	5,31	9,55
Regular	77,75	2,69	7,76	11,81
Mala	72,33	3,96	10,67	13,05
No responde sobre su salud	28,98	2,28	4,18	64,55

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos PISA 2022 (OCDE, 2023).
Database <https://www.oecd.org/pisa/data/2022database/>

en 2023, indicando la necesidad de estrategias más efectivas. El *Informe PISA 2022* mostró una disminución en el rendimiento académico de los estudiantes españoles (y de la UE y OCDE) en áreas clave como matemáticas y lectura, lo que sugiere problemas estructurales más profundos en el sistema educativo que necesitan ser abordados. Al explorar las expectativas educativas de los estudiantes de 15 años, se observa una clara correlación entre las aspiraciones educativas y la continuidad en los estudios, lo que refleja la importancia de intervenciones tempranas para prevenir el abandono escolar. Identificar y apoyar a los estudiantes en riesgo, particularmente aquellos que han repetido algún curso y que provienen de familias de niveles socioeconómicos más bajos, es esencial para mejorar las trayectorias educativas y reducir la tasa de abandono escolar en el futuro.

McNally (2016) realiza un *survey* que destaca un desafío clave: muchos jóvenes, especialmente en contextos desfavorecidos, carecen de información crítica sobre los beneficios de estudiar, lo que conduce a abandonos prematuros o decisiones educativas subóptimas. Intervenciones basadas en la provisión de información podrían ser una estrategia eficaz y económica. El impacto de dichas intervenciones informativas se ha evaluado mediante estudios utilizando ensayos controlados aleatorios (*RCT*), que varían en contenido y público objetivo. Los resultados indican que casi todas las intervenciones mejoran el conocimiento y las creencias de los estudiantes sobre la educación, aunque solo la mitad logra influir significativa-

mente en las decisiones de matriculación y logros educativos. McNally (2016) señala que estos enfoques son particularmente efectivos donde la desinformación es más limitante. Las estrategias informativas, especialmente cuando se combinan con asistencia directa en el proceso de matriculación, podrían ser cruciales para disminuir la tasa de abandono.

|
Tutores y mentores que sean estudiantes de enseñanzas superiores de los mismos colectivos que el alumnado más propenso a abandonar tempranamente la formación pueden ser herramientas clave para apoyar a jóvenes de entornos desfavorecidos
 |

Es esencial abordar las necesidades de los colectivos vulnerables, y estudios recientes han demostrado beneficios significativos al emparejar estudiantes con mentores que comparten su origen étnico o racial. En Serbia, por ejemplo, un programa que asignaba tutores de etnia gitana a estudiantes gitanos de bajo rendimiento logró mejoras notables en el rendimiento académico al final de la primaria (Battaglia y Lebedinski, 2022). Este programa no solo proporcionaba apoyo académico, sino que también facilitaba la conexión con la comunidad de los estudiantes. Tutores y mentores que sean estudiantes de enseñanzas superiores de los mismos colectivos que el alumnado más propenso a abandonar tempranamente la formación pueden ser herramientas clave para apoyar a jóvenes de entornos desfavorecidos, especialmente en áreas de gran diversi-

dad étnica y cultural. Las intervenciones en las aspiraciones y expectativas de los estudiantes utilizan métodos variados, desde exponer a los niños a nuevas oportunidades hasta desarrollar su autoestima y motivación. Estas intervenciones no siempre se traducen a mejoras académicas significativas por cuánto puede ser más efectivo proporcionar a los estudiantes con las competencias y las habilidades necesarias para alcanzar estas aspiraciones (Education Endowment Foundation, 2021)

Referencias

- BATTAGLIA, M. Y LEBEDINSKI, L. (2022). Teaching assistants and student outcomes in a randomized trial. *Economics of Education Review*, 82, 102127.
- EDUCATION ENDOWMENT FOUNDATION. (2021). Aspiration interventions. <https://educationendowmentfoundation.org.uk/education-evidence/teaching-learning-toolkit/aspiration-interventions>
- JANSEN, M. Y LACUESTA, A. (2024). La educación post-obligatoria. En A. Cabrales e I. Sanz (Coords.), *Handbook 2024*. Madrid: Fundación Ramón Areces. <https://www.fundacionareces.es/fundacionareces/es/publicaciones/listado-de-publicaciones/economia-de-la-educacion.html?tipo=7>
- MINISTERIO DE EDUCACIÓN, FP Y DEPORTES. (2023). Estadística del Seguimiento educativo y rendimiento académico del alumnado que accede a FP – 2020-2021 <https://www.educacionfpydeportes.gob.es/servicios-al-ciudadano/estadisticas/no-universitaria/alumnado/fp/rendimiento.html>
- OCDE. (2023a). *Education at a Glance*. Paris: OCDE. <https://www.oecd.org/education/education-at-a-glance/>
- OCDE. (2023b). *PISA 2022 Results (Volume II): Learning During – and From – Disruption*, PISA. Paris: OECD. <https://doi.org/10.1787/a97db61c-en>
- OCDE Y MINISTERIO DE EDUCACIÓN, FP Y DEPORTES. (2023). *PISA 2022 national questionnaires*. <https://www.oecd.org/pisa/data/2022database/pisa-2022-national-questionnaires.htm>
- SERRANO, L., HERNÁNDEZ, L. Y SOLER, Á. (2014). *El abandono educativo temprano en España*. Madrid: Instituto Nacional de Evaluación Educativa, Ministerio de Educación, Cultura y Deporte. https://www.ivie.es/es_ES/ptproyecto/abandono-educativo-temprano-en-espana/
- ZAMARRO, G., HITT, C. Y MENDEZ, I. (2019). When students don't care: Reexamining international differences in achievement and student effort. *Journal of Human Capital*, 13(4).

07

Vicente Salas Fumás

Profesor emérito de la Universidad de Zaragoza
e investigador asociado de Funcas



La capitalización de la empresa española desde la crisis financiera

Este texto trata de explicar el retraso en la recuperación de la inversión empresarial en la pospandemia a partir de la evolución del *stock* de capital operacional de las sociedades no financieras en el periodo 2011-2023. Los resultados del análisis apuntan a dos factores que contribuyen a explicar ese retraso, la evolución de los costes relativos de capital y trabajo, desfavorable para el capital desde 2021, y la relación entre rentabilidad y coste por uso del capital. Los precios relativos favorecen una mezcla de recursos en la producción más intensiva en trabajo; la coincidencia entre rentabilidad y coste significa unos incentivos a invertir sólo lo necesario para reponer el consumo de capital. Las perspectivas de recuperación de la inversión pasan por la recuperación de la rentabilidad a los niveles prepandemia y la disminución en el coste por uso con la moderación de la inflación, lo cual a su vez requilibrará los costes relativos de capital y trabajo.

Introducción

En 2023, las sociedades no financieras, SNF, en España invirtieron en capital fijo 173.000 millones de euros, 5.000 millones de euros corrientes menos que en 2019. Ajustando por la evolución de los precios de los bienes de capital (deflactor de la formación bruta de capital fijo), la inversión en 2023 es inferior a la de 2019 en 30.700 millones de euros (un 17 % menos). De haberse mantenido los niveles de inversión de 2019 en euros constantes, en el periodo 2020-2023, el sector empresarial habría acumulado 95.000 millones de euros en activos productivos más de los que ha acumulado realmente. La “no inversión” empresarial representa más de la mitad del total de fondos NGEU. El retraso en la recuperación de la inversión empresarial privada en la pospandemia contrasta con la evolución del *output* y del empleo en el sector de las SNF, que en 2023 superan holgadamente los niveles de 2019 en 3,1 % y en 8,8 %, respectivamente.

El objetivo de este trabajo es analizar el proceso de capitalización de las SNF en España en los últimos años, poniéndola en perspectiva de la senda de recuperación de la misma desde sus niveles más bajos en 2012, arrastrada por los efectos de la crisis financiera de 2008 y sus secuelas, y entender mejor las posibles razones del retraso inversor¹. El análisis se limita a las SNF por la homogeneidad de la información contable disponible y por su importancia en la economía, con una contribución al PIB privado de la economía española por encima del 80 %.

La exposición posterior se estructura en cuatro apartados. El primero muestra la evolución del *stock* de capital fijo operacional (no financiero) de las SNF durante el periodo de estudio, y

explica los supuestos para llegar a un resultado final con la información disponible. El segundo apartado describe la evolución del *stock* de capital en comparación con la evolución del *output* anual de las SNF y de la evolución del otro *input* primario utilizado en la producción, el *input* trabajo; para interpretar la evolución se tiene en cuenta el comportamiento de los precios relativos de los *inputs* capital y trabajo en el periodo y se estima la brecha entre *output* potencial y *output* observado que se abre con la pandemia. El apartado tercero relaciona la acumulación de capital con la relación entre rentabilidad bruta del capital invertido y coste por uso del capital. El trabajo cierra con algunas conclusiones a modo de explicación de los factores que han condicionado la acumulación de capital en el sector de las SNF en España en los últimos años.

La estimación del *stock* de capital productivo de las SNF

El *stock* de capital productivo u operacional de las SNF (el balance de las SNF incluye también activos financieros y fondo de maniobra que quedan fuera de este análisis) es el resultado de un proceso dinámico en el cual intervienen las nuevas inversiones que realizan las compañías societarias individualmente a lo largo del tiempo, y la depreciación por uso, por obsolescencia tecnológica o por otras razones. El *stock* de capital productivo al final de cada año t se calcula a través del método de inventario permanente, utilizando información de flujos de inversión y de consumo de capital agregados para el conjunto de SNF que publica contabilidad nacional, CN. Esencialmente, el método consiste en reconocer que los activos de capital históricamente acumulados por las empresas

1 El texto es continuación de otro anterior Salas Fumás (2024a) que cubre un espacio temporal más corto y que pone el foco en los flujos de inversión y no en explicar la evolución del *stock*. El IVIE (Pérez *et al.*, 2023) publica regularmente estimaciones de capital productivo de la economía española mucho más completas y detalladas que la que aquí se muestra. Este trabajo es distinto en que se focaliza en el capital de las SNF, y se explica a partir de decisiones y resultados económico-financieros de las compañías.

están valorados a los precios a que se adquirieron en su momento, y que las empresas no reemplazan los activos que se deprecian por otros iguales, sino que reponen la capacidad productiva perdida con la inversión en nuevos bienes de capital en general técnicamente superiores a los depreciados. Como los precios de los bienes de capital cambian en el tiempo, la suma de inversiones monetarias pasadas puede incluir unidades monetarias que no se corresponden con el equivalente en servicios de capital productivo comparables entre uso periodos y otros.

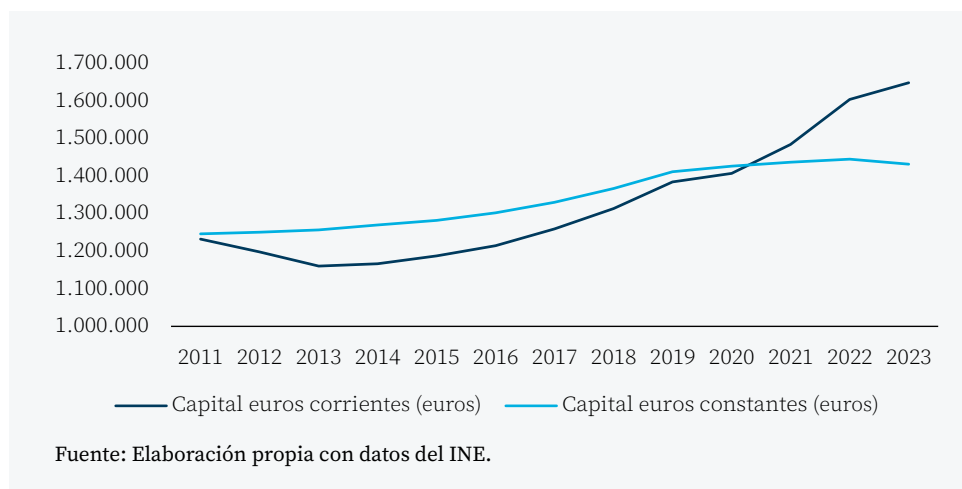
El método de inventario permanente calcula un *stock* de capital a precios corrientes o de reposición que posteriormente se deflacta para tener una medida homogénea de unidades de servicio de capital homogéneas. En los cálculos se utiliza información sobre el *stock* de capital inicial publicada por el Banco de España, e información sobre flujos de formación bruta de capital y de consumo de capital que publica CN

(sector institucional de las NNF). La evolución de los precios de los servicios de capital en el tiempo se mide por el deflactor de la formación bruta de capital, DFBCF. Por último, se supone una tasa de progreso técnico incorporado en los bienes de capital del 1 %².

El gráfico 1 muestra la evolución del *stock* de capital fijo operacional de las SNF en España a precios corrientes y a precios constantes de 2011, entre 2011 y 2023. El *stock* de capital a euros constantes crece a tasas aceleradas hasta 2019, año en el que acumula un crecimiento sobre el *stock* en 2011 del 18 %. En los años siguientes de la pandemia y la posterior recuperación, el *stock* de capital permanece estable en el tiempo hasta que desciende ligeramente en 2023. La estabilidad en el *stock* significa que la inversión nueva de cada año es aproximadamente igual a la que se necesita para reponer a precios corrientes el valor depreciado del capital existente, por consumo o por obsolescencia tecnológica.

Gráfico 1

Estimaciones del *stock* de capital fijo operacional (no financiero) de las SNF en España a precios corrientes de reposición y a precios de reposición constantes de 2011



2 Para una explicación más completa del método de inventario permanente aplicado en los cálculos, así como la comparación entre valoraciones del *stock* de capital de las SNF que publica el INE y las estimadas en nuestros trabajos véase Salas Fumás (2022). Las cifras finales de *stock* de capital calculadas se acercan más a las que publica la Central de Balances que a las que publica el INE.

El stock de capital a euros constantes crece a tasas aceleradas hasta 2019, año en el que acumula un crecimiento sobre el stock en 2011 del 18 %. En los años siguientes de la pandemia y la posterior recuperación, el stock de capital permanece estable en el tiempo hasta que desciende ligeramente en 2023

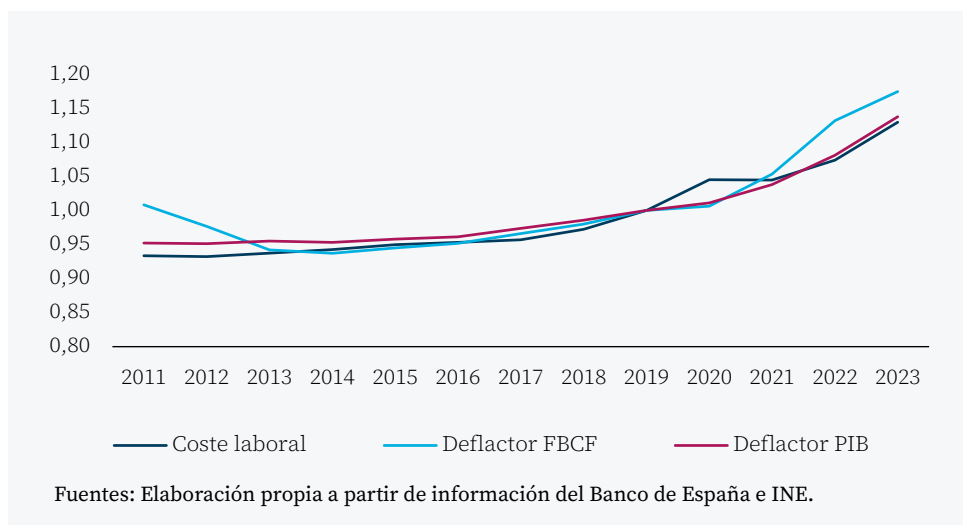
La evolución del *stock* de capital a euros constantes por encima del *stock* a euros corrientes durante buena parte del periodo se explica principalmente por el descenso en el nivel general de precios de los activos de capital, medido por el deflactor de la FBCF entre 2008 y 2014 (gráfico 2). En el mismo gráfico y a efectos comparativos se incluyen también el PIB y el índice de coste laboral. Los valores de cada año se normalizan por el valor del índice en 2019. La deflación en los precios de los bienes de capital posterior a la crisis financiera (el DFBCF comparable en

2008 toma el valor 1,31, comparado con el valor de prácticamente 1 en 2001) no afecta a los precios finales de venta de las compañías (deflactor del PIB) ni a los costes laborales, aunque si permanecen relativamente estables. El DFBCF toca fondo en 2014 y a partir de ese año se recupera, aunque de forma moderada, hasta 2019 año en el que casi recupera y se acerca al nivel de precios de 2011. En 2020 el deflactor se estabiliza y en lo que resta de periodo, hasta 2023, aumenta de forma notable hasta acumular un crecimiento del 17,5 % entre 2019 y 2023. Los precios del *output* y los costes laborales también aumentan durante el episodio inflacionario, un 13 % acumulado, menos que los precios de los bienes de capital)³.

El gráfico 3 muestra la dinámica del proceso de acumulación de capital a partir de la tasa de crecimiento del *stock* de capital a euros constantes, y de la tasa de inversión neta de las SNF (inversión bruta menos la pérdida de valor de uso de capital en *stock* durante el año corres-

Gráfico 2

Evolución de los índices (valor 1, 2019) de precios, deflactor del PIB, deflactor de la FBCF e índice de coste laboral



³ El *stock* de capital estimado para 2008, a euros corrientes, asciende a 1,29 billones de euros; en 2011 la cifra es menor, 1,24 billones a euros corrientes del *stock* en 2011. A euros constantes de 2011, el *stock* de capital de 2008 se eleva hasta 1,35 billones de euros.

pondiente a euros corrientes de reposición, normalizada por el *stock* de capital a precios de reposición de principio del periodo). Las dos variables muestran una dinámica similar, con una tasa de crecimiento que se acelera hasta el máximo del 3 % en 2019, cuando se interrumpe por la pandemia e inicia un descenso hasta los actuales valores cercanos a cero.

Inputs y output de las SNF en España

Los servicios del *stock* de capital se combinan con los servicios del trabajo para añadir valor a los productos intermedios que las compañías compran a proveedores externos. El gráfico 4 muestra la evolución de los dos recursos productivos y para el *output* estimado para el sector de SNF en el periodo de estudio, normalizados por el valor respectivo del año 2019. El *output* se estima deflactando el valor añadido bruto, VAB, de las SNF, utilizando como índice de precios el deflactor del PIB (gráfico 2). El recurso trabajo se estima deflactando la remuneración

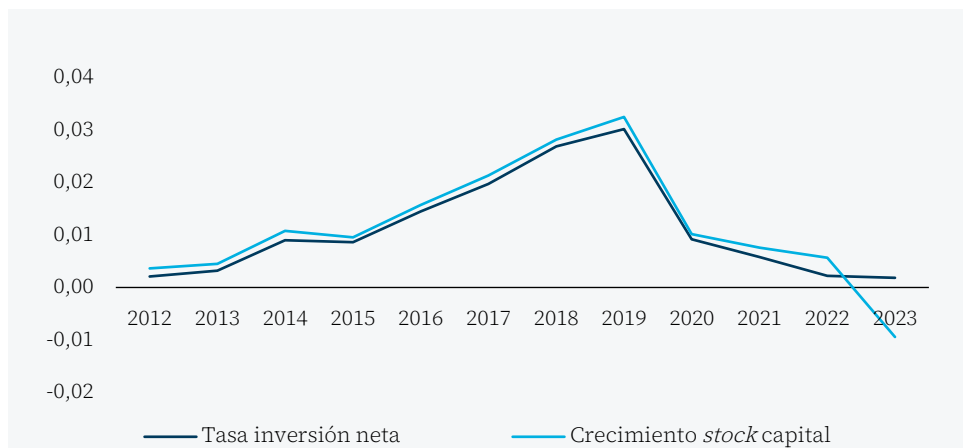
de los asalariados de las SNF por el índice de coste laboral (gráfico 2). El *stock* de capital coincide con el del gráfico 1.

|
*La recuperación desde el fondo de la
pandemia ha cambiado la mezcla de
inputs utilizados en la producción,
intensificando el uso del trabajo
sobre el capital*
|

Hasta la pandemia, 2019, existe un solapamiento en la evolución temporal de los *inputs* y *output* de las SNF, mayor especialmente *output* y cantidad de recurso trabajo. La crisis por la pandemia en 2020 interrumpe las tendencias. La pandemia afecta negativamente al *output* (descenso del 14 % en 2020 con respecto a 2019) y al *input* trabajo, aunque en menor medida (descenso del 9 %). El *stock* de capital modera notablemente su crecimiento, pero sigue siendo positivo hasta 2022, probablemente por

Gráfico 3

Tasa de crecimiento del *stock* de capital (euros constantes) y tasa de inversión neta de las SNF en España durante el periodo de estudio



Fuente: Elaboración propia.

la inercia de proyectos de inversión en curso que se mantienen, suficientes para retrasar el descenso en el *stock* hasta 2023, aunque muy moderado, -0.4 %. El gráfico 4 pone claramente de manifiesto que la recuperación desde el fondo de la pandemia ha cambiado la mezcla de *inputs* utilizados en la producción, intensificando el uso del trabajo sobre el capital.

Combinación de los *inputs* en la producción

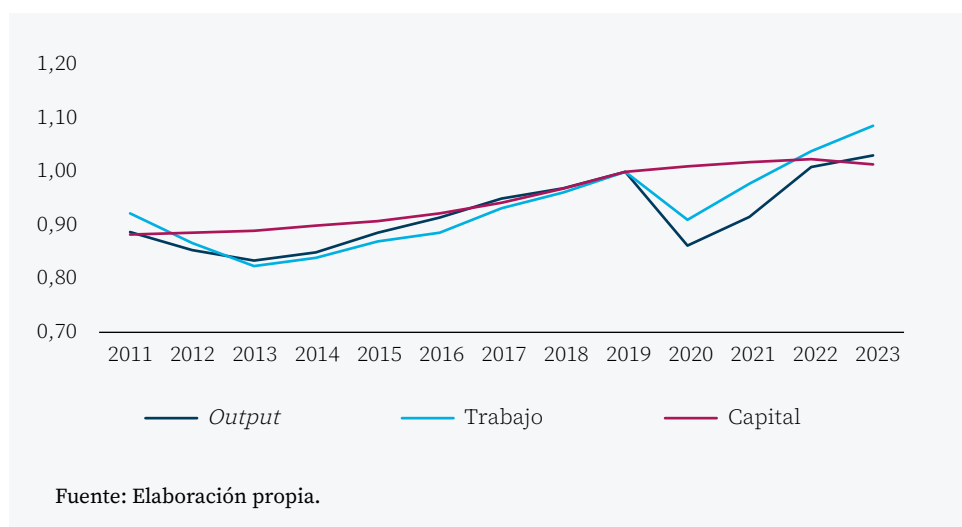
Las empresas que maximizan beneficios eligen la mezcla de *inputs*, capital y trabajo en este caso, a utilizar en la producción teniendo en cuenta los precios de los *inputs* y la tecnología de producción. Concretamente, la ratio de capital sobre trabajo en la solución de máximo beneficio depende positivamente de la ratio de las elasticidades del *output* a las cantidades de *inputs* a partir de la función

de producción, e inversamente de la relación entre coste unitario del capital y coste del trabajo. Por tanto, para una tecnología de producción dada, cambios en la relación de precios de los *inputs* inducirán cambios en la intensidad de capital por unidad de trabajo en la producción, con más (menos) capital por unidad de trabajo cuando el precio de coste del trabajo aumente (disminuya) en relación al precio de coste del capital.

El gráfico 5 muestra la evolución de los índices (valores normalizados con 1 en 2019) correspondientes al coste por uso del capital y al coste del recurso trabajo. El coste por uso del capital responde al hecho de que las empresas se suministran a sí mismas los servicios de capital necesarios para la producción, procedentes del *stock* de capital que poseen en propiedad. No existe, por tanto, un precio de mercado de referencia y debe calcularse *ad hoc*. Técnicamente, en su cálculo interviene

Gráfico 4

Capital, trabajo y *output* por periodo de las SNF en España. Índice con valor 1 en 2019



(Salas Fumás, 2024), el coste financiero (interés) que paga la empresa por la financiación, la depreciación del capital disponible y la variación en el valor de los activos en *stock* por variaciones en los precios de los activos (negativo cuando el *stock* se revaloriza y positivo cuando se devalúa).

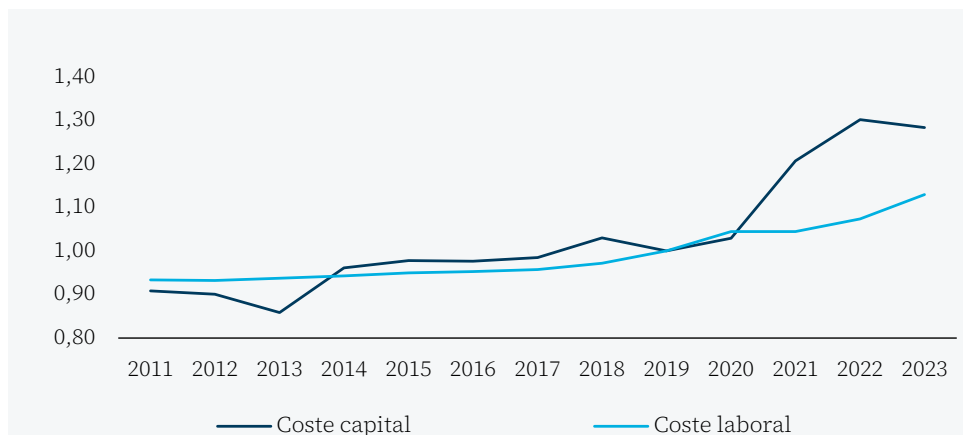
En los años pospandemia, 2021-2023, el coste por uso del capital se distancia del coste laboral, lo que significa un encarecimiento relativo del recurso de capital; de acuerdo con las condiciones de maximización del beneficio a las que nos referimos anteriormente, el cambio en los precios relativos de los *inputs* debería derivar en más trabajo y menos capital en la mezcla de producción, tal como apunta el gráfico 4. Por otra parte, el gráfico 6 muestra cómo, en general para todo el periodo las variaciones en los precios relativos han marcado el signo de las variaciones en la mezcla de capital y trabajo en la producción.

El punto correspondiente a 2023 aparece claramente como atípico: con la reducción de los precios relativos c/w ese año, por el doble efecto de un ligero descenso del coste del capital y una subida del coste laboral, lo esperable habría sido un retroceso en la sustitución de capital por trabajo, sustitución que no se ha producido. Tal vez las compañías no perciben todavía la reducción en el componente financiero del coste del capital y mantienen la intensificación del trabajo teniendo en cuenta que el aumento en los salarios sigue siendo moderado.

Tal vez las compañías no perciben todavía la reducción en el componente financiero del coste del capital y mantienen la intensificación del trabajo teniendo en cuenta que el aumento en los salarios sigue siendo moderado

Gráfico 5

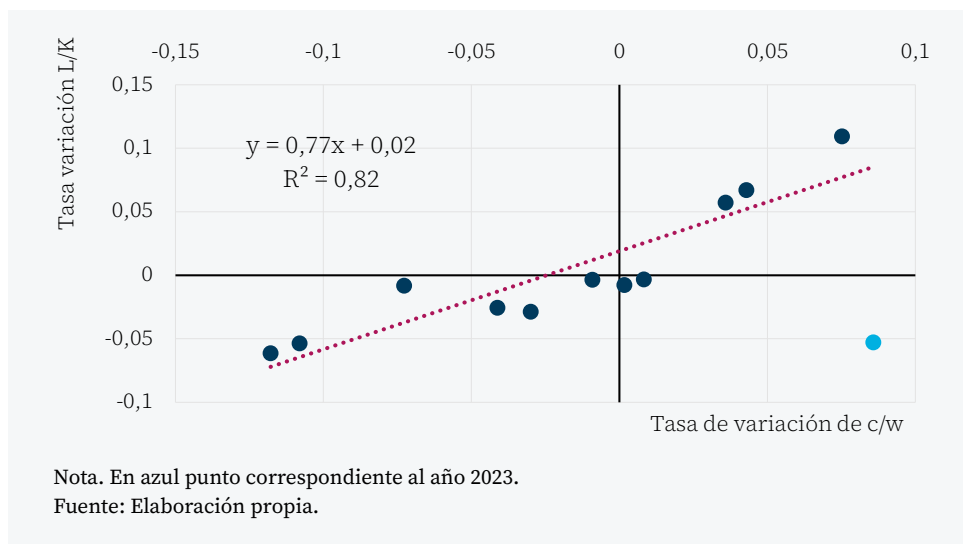
Evolución de los índices de precios de coste de los *inputs*, capital (coste por uso del capital) y trabajo (coste laboral); valores normalizados año 2019 igual a 1



Fuente: Elaboración propia; coste laboral del gráfico 2.

Gráfico 6

Correlación entre variación anual de la relación de precios de los *inputs* capital (coste por uso *c*) y trabajo (*w*) y variación de la relación entre trabajo, *L* y capital, *K*



Output potencial

El gráfico 4 apunta a un descenso de la producción en la pandemia y posterior recuperación superior a la que podría esperarse teniendo en cuenta la disponibilidad y uso de recursos de capital y trabajo durante el mismo periodo. El *shock* de la pandemia podría haber alterado la relación entre *inputs* y *output* más allá de la alteración que podría explicarse por cambios en los precios relativos. Para el análisis de esta posibilidad se recurre a la comparación entre el *output* observado y el *output* potencial del sector de las SNF (gráfico 7). El *output* potencial se calcula a partir de una hipotética función de producción con dos *inputs*, capital y trabajo en cantidades que están detrás de los índices del gráfico 4, y un crecimiento regular en la productividad total de los factores del 0,5 % anual acumulado año a año a partir de 2011 en adelante⁴.

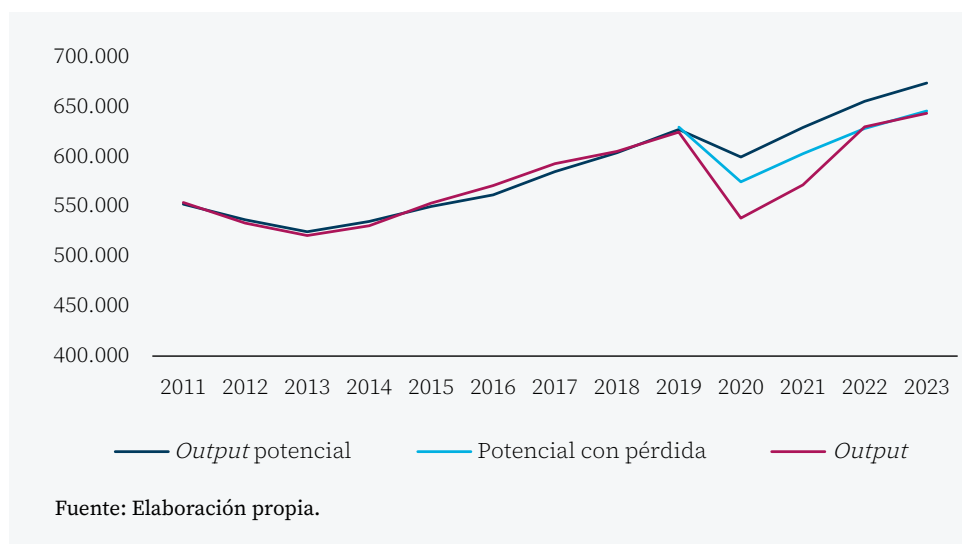
El *output* potencial y el *output* observado se solapan durante todo el periodo entre 2011 y 2019, lo que significa que la tecnología de producción y el supuesto sobre el progreso técnico no incorporado (0,5 % acumulativo anual) recogen de una manera relativamente fiel el agregado de las posibilidades de producción del conjunto de las SNF en España. La pandemia de 2020 abre una brecha notable entre los dos con el *output* potencial por encima del observado.

La brecha entre producción observada y potencial desde 2020 en adelante podría deberse a distintas razones, desde un cambio en la tecnología por cambios en la especialización productiva (intensificación relativa de los servicios sobre la manufactura, por ejemplo), hasta un cambio en la calidad de los recursos y/o en su grado de utilización (menos horas de trabajo y de ocupación de las máquinas que antes de la pandemia). La explicación que está implícita en la representa-

4 Véase Salas Fumás (2024a). Se supone una función de producción Cobb Douglas con un parámetro de productividad total de 3,91 en 2011 y elasticidades del *output* al *input* trabajo del 0,57 y elasticidad del *output* al *input* capital del 0,33; las dos calculadas como ratio de los costes del trabajo y del capital sobre el VAB de las SNF, respectivamente, representativos de los valores de las ratios en los años previos a la pandemia.

Gráfico 7

Comparación entre *output* potencial y *output* observado para el agregado de las SNF bajo distintos supuestos sobre los efectos de la crisis de 2020



ción del gráfico 7, línea azul, es que la pandemia destruye capacidad productiva que no se recupera cuando se normaliza la actividad en años posteriores; esta pérdida, según el gráfico 7 podría ser de unos 25.000 millones (equivalente al 5 % del VAB de 2019). Reconociendo el efecto escalón de la pérdida, las sendas del *output*, observada y potencial, vuelven a coincidir.

Rentabilidad y coste del capital

Los precios relativos de los recursos de capital y trabajo explican la evolución de la mezcla de *inputs* productivos acorde con la maximización del beneficio, para una tecnología dada. La expansión de la capacidad productiva y del potencial de crecimiento, en cambio, depende de los incentivos económicos a invertir, como los que estuvieron detrás del crecimiento del *stock* de capital en los valores del 2 %-3 % anual

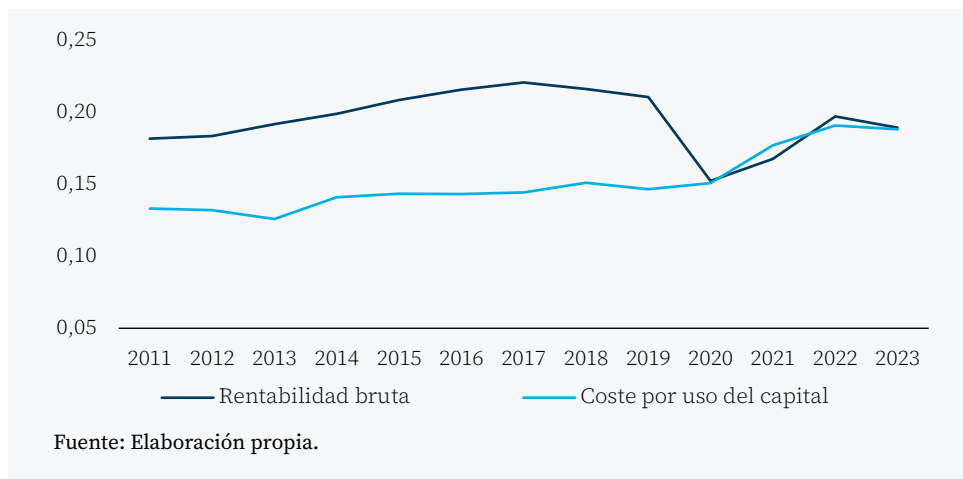
antes de la pandemia. Los incentivos, positivos o negativos, dependerán de la relación entre rentabilidad y coste por uso del capital, rentabilidad por encima o por debajo del coste.

El gráfico 8 muestra la evolución temporal de la rentabilidad bruta del *stock* de capital y la evolución del coste por uso del capital. La rentabilidad bruta se calcula como el cociente del excedente bruto de explotación de las SNF (VAB menos gastos de personal) del año *t*, y el *stock* de capital a euros corrientes al principio del periodo (final del año *t-1*). El coste por uso del capital es el mismo que está detrás del valor normalizado que aparece en el gráfico 5. Durante el periodo 2011-2019, la rentabilidad bruta supera holgadamente el coste por uso del capital, con una diferencia que oscila entre 5 y 6 puntos porcentuales⁵. La disminución de la rentabilidad bruta del capital por la pandemia en 2020 supone un retroceso en la rentabilidad de más

5 La diferencia entre rentabilidad y coste por uso puede interpretarse como una medida de beneficio extraordinario, cuando es positiva, o de pérdida económica cuando es negativa. Las diferencias concretas que aparecen en el gráfico deben interpretarse con cautela, por distintas razones. En primer lugar, los activos fijos no incluyen a todos los activos operacionales de las compañías; a ellos hay que añadir los activos del fondo de maniobra (tesorería más saldo de clientes más inventarios

Gráfico 8

Rentabilidad bruta del capital y coste por uso del capital de las SNF en España



de 5 puntos porcentuales, reduciendo a cero la diferencia con el coste por uso del capital. En los años siguientes, 2021-2023, la rentabilidad se recupera, pero en 2023 aún está 2 puntos porcentuales por debajo del valor de 2019 (Salas Fumás, 2024b). Por otra parte, el coste del capital aumenta durante el episodio inflacionario lo que significa que rentabilidad y coste prácticamente coinciden en los últimos años.

Mientras la brecha entre rentabilidad y coste es positiva, entre 2011 y 2019, el *stock* de capital crece de forma acelerada, tal como se desprende del gráfico 3. En cambio, cuando rentabilidad y coste coinciden el *stock* de capital permanece estancado (se invierte sólo lo necesario para reponer el consumo de capital). En 2023, con menos inflación, el coste por uso se modera, pero la rentabilidad también retrocede, porque en ese año el margen bruto de explotación disminuye un punto por-

centual, el mismo que gana la participación de la remuneración de los asalariados en el VAB. Desde la perspectiva de los incentivos económicos a invertir tal como aquí se miden, la recuperación de la inversión pasa por un descenso en el coste por uso del capital, al que contribuirá la moderación en la inflación de los precios de los bienes de capital y de los costes financieros, y por la recuperación del margen al nivel de 2019.

Conclusión

Recuperar la inversión en capital productivo del sector empresarial societario de la economía española a niveles que compensen el consumo de capital y permitan aumentar el *stock* de capital disponible es importante para el crecimiento sostenido y de calidad

y menos proveedores) generalmente positivo. En segundo lugar, el coste del capital se estima bajo el supuesto de una rentabilidad financiera real después de impuestos constante del 4 % en todo el periodo; lo más preciso sería estimar un coste ponderado de los fondos propios y ajenos con los que las compañías financian sus activos para cada periodo temporal, teniendo en cuenta los tipos de interés de la deuda y las primas por riesgo de los financiadores. Con estos ajustes la cifra del 4 % podría ser una cota inferior al financiero desconocido que se trata de aproximar. Finalmente, el beneficio económico incluye rentas de emprendimiento que retribuyen el trabajo emprendedor y directivo que no está incluido en la remuneración al trabajo de los asalariados contabilizado en la cuenta de resultados.

(mejora de la productividad con progreso técnico incorporado en los bienes de capital, además del no incorporado). Este texto muestra una evolución del *stock* de capital durante el periodo de estudio sensible a la evolución de los precios relativos de capital y trabajo, junto con un resultado anómalo en 2023, coincidiendo con la desaparición de los incentivos a ampliar el *stock* de capital por insuficientes incentivos económicos (rentabilidad igual a coste del capital). Para que las compañías tengan incentivos a ampliar el *stock* de capital con tasas de inversión neta positivas similares a las de los años anteriores a la pandemia se requiere una rentabilidad que supere con cierta holgura el coste por uso del capital. Es decir, se requiere aumentar la rentabilidad del capital, en 2023 todavía por debajo de los niveles prepandemia, y que la inflación de los precios de los bienes de capital vuelvan a valores de 2015-2017. En todo caso, según se desprende de la comparación entre el *output* potencial y el observado en los últimos años, la pandemia habría podido destruir por sí misma hasta 25.000 millones de euros en *output* constante, aproximadamente el 5 % del *output* de las SNF en 2020.

La visión que ofrece este texto sobre la acumulación de capital productivo en España es parcial. No solo porque se deja fuera la inversión de las sociedades financieras, de

las empresas no societarias, las familias y la Administración pública, sino porque, dentro de las SNF que constituyen el ámbito de estudio, los activos de capital se agregan sin tener en cuenta su composición. La contabilidad nacional recoge la formación bruta de capital por inversión en I+D y en propiedad intelectual, pero deja fuera otros activos intangibles (por ejemplo, el capital organizacional). Además, dentro de los activos tangibles el agregado de formación bruta de capital no distingue entre inversión en vivienda (en los balances de las SNF que publica el INE la vivienda tiene un peso significativo) e inversión en activos como bienes de equipo o material de transporte. Sin olvidar la pérdida de información que supone trabajar con datos sectoriales agregados en lugar de hacerlo con datos individuales de empresa. En todo caso, entre los análisis similares en cuanto a métodos y datos utilizados, creemos que el ejercicio ofrece perspectivas novedosas y relevantes cuando se trata de responder a la pregunta de por qué el retraso en la recuperación de la inversión productiva empresarial en España después de la pandemia por el COVID-19. Entre ellas, la falta de incentivos económicos a aumentar el *stock* de capital, a pesar del importante incremento en los beneficios nominales, pero insuficiente para superar el paralelo aumento en el coste por uso del capital.

Referencias

- PÉREZ, F., MAS, M., FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (DIRS.), BENAGES, E. y ROBLEDO, J. C. (2023). El stock de capital en España y sus comunidades autónomas. Análisis de los cambios en la composición de la inversión y las dotaciones de capital entre 1995 y 2022. *Documentos de Trabajo*, n.º 1/2023. Bilbao: Fundación BBVA. <https://www.fbbva.es/publicaciones/el-stock-de-capital-en-espana-y-sus-comunidades-autonomas-1964-2022/>
- SALAS FUMÁS, V. (2022). *La Empresa Española: Del Euro a la COVID19*. Zaragoza: Prensas de la Universidad de Zaragoza.
- SALAS FUMÁS, V. (2024a). *Fixed capital formation in the non-financial corporate sector of the Spanish Economy: Crisis, Recovery and Prospects*. Nota Técnica 3/2024. Madrid: Funcas. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/fixed-capital-formation-in-the-non-financial-corporate-sector-of-the-spanish-economy-crisis-recovery-and-prospects/
- SALAS FUMÁS, V. (2024b). Los beneficios empresariales en España. *Economistas: Un Balance* 2023, n.º 185, pp. 141-149.

08

Ramon Xifré

ESCI-UPF, UPF Barcelona School of Management,
PPSRC – IESE Business School



El dinamismo empresarial en España después de las crisis recientes

Según el INE, a 1 de enero de 2023 había en España 3.207.580 empresas activas, un 0,5 % más que en 2022. Más de dos tercios tienen menos de 11 años; un 57 % son personas físicas y el 92 % tiene cinco o menos empleados. Para las tres principales formas jurídicas (personas físicas, SA. y SRL), las empresas se concentran en el comercio, construcción y servicios inmobiliarios. En estos sectores la facturación creció tanto en 2023 como a principios de 2024, excepto el comercio al por mayor. En relación al emprendimiento, hay una notable brecha de género (80 % hombres, 20 % mujeres).

Introducción

La economía española mantuvo un vigor y un dinamismo notables en 2023, con un crecimiento del PIB superior en cerca de dos puntos al de la zona del euro (2,4 % frente al 0,4 %). En el corto plazo, con todo, hay indicaciones de una cierta desaceleración en 2024, que estaría emparejada con un giro contractivo en la política económica y con importantes incertidumbres del entorno (Torres *et al.*, 2024). Recientemente el Banco de España también destaca algunos retos estructurales clave que es preciso abordar para la economía española alcance un nivel de renta per cápita similar al de las principales economías de la zona del euro (Hernández de Cos, 2024).

El presente artículo busca complementar el análisis en el plano macroeconómico con un análisis microeconómico de la demografía empresarial en España. El objetivo es poner el foco en la estructura demográfica empresarial en la que se organiza la actividad económica actual y que puede soportar su crecimiento más inmediato.

El Banco de España menciona precisamente la importancia del tamaño y la composición de las empresas como uno de los puntos clave para convergir con la zona del euro. En términos básicos, el diagnóstico es que el tamaño medio de las empresas en España es relativamente pequeño y su rotación (tasas de creación y de destrucción), relativamente baja. Estos hechos imponen un límite a las posibles ganancias de productividad de la economía y, por ello, frenan la convergencia con las economías a la cabeza de la zona del euro y la Unión europea (UE). Este diagnóstico es congruente con las conclusiones de trabajos anteriores sobre la demografía empresarial en España (Fariñas y Huergo, 2015; García Perea, 2022; Xifré, 2016, 2021, 2022).

En este trabajo se analizan los resultados de tres bases de datos del INE (DIRCE, Indicadores de actividad del sector servicios, Índice de cifras de negocios en la industria) vinculándolas mediante los códigos CNAE de actividad económica. También se recogen algunos de los datos más destacados sobre el emprendimiento en España (South Summit, IE University, 2023).

Análisis del número de empresas

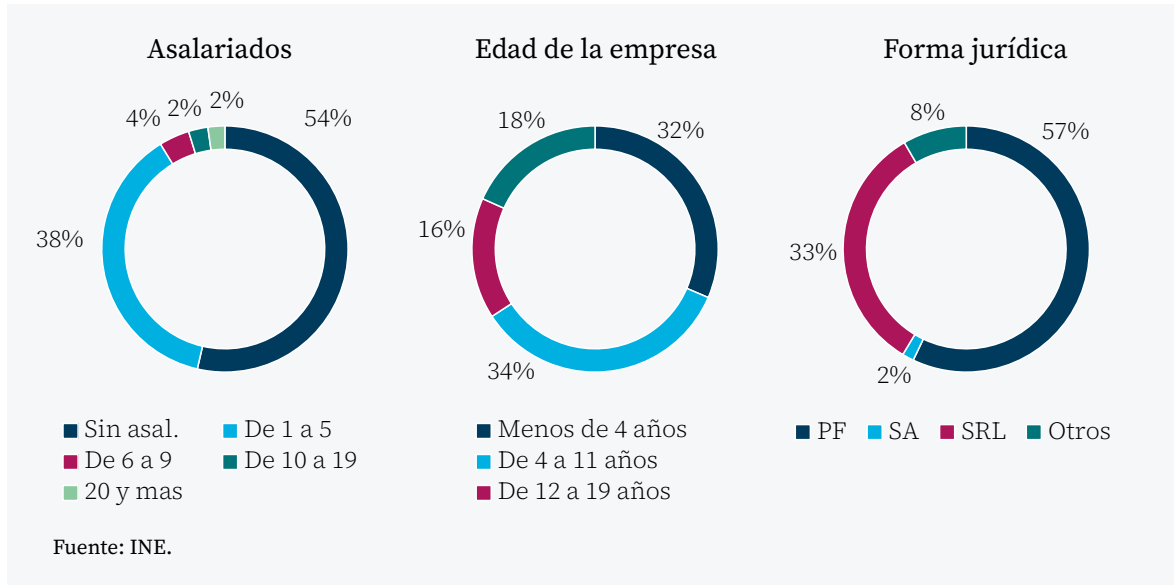
La fuente principal de datos para realizar análisis sobre la demografía empresarial en España es el Directorio Central de Empresas (DIRCE) del INE. Con todo, debido a la entrada en vigor del Reglamento EBS 2019/2152, la explotación estadística del DIRCE ha adoptado algunos cambios metodológicos para 2022. La nueva definición de empresa económicamente activa, implementada en 2022, afecta al cómputo del número de empresas activas, e implica que los datos no son comparables con los de años anteriores.

|
*Según el DIRCE, a 1 de enero de 2023
existían en España 3.207.580 empresas
económicamente activas, lo que representa
un aumento del 0,5 % durante el año 2022*
|

Por ello este trabajo no puede abordar una comparativa histórica de los flujos de creación o destrucción de empresas, o la descomposición de la variación histórica de este flujo según distintos criterios, como puede ser la personalidad jurídica o la actividad principal de las empresas (Xifré, 2021y 2022). La nueva explotación del DIRCE que ofrece el INE lleva a plantearse otros ejercicios de caracterización de la base empresarial española, en los que no se puede acceder a la perspectiva temporal,

Gráfico 1

Distribución de las empresas económicamente activas en 2022 según distintas características



pero, a cambio, se cuenta con datos novedosos sobre la edad de la empresa.

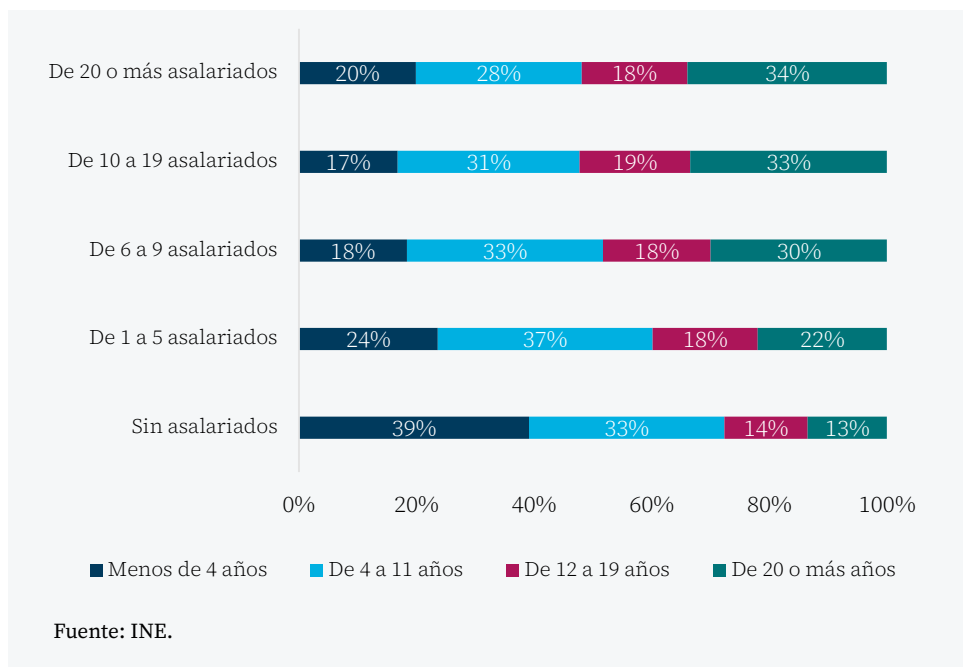
Según el DIRCE, a 1 de enero de 2023 existían en España 3.207.580 empresas económicamente activas, lo que representa un aumento del 0,5 % durante el año 2022. El gráfico 1 describe la distribución de estas empresas en función de tres parámetros: la edad de la empresa en años, el número de asalariados y la forma jurídica.

En términos de edad de la empresa, más de dos tercios de las empresas tienen menos de 11 años, repartiéndose esa proporción en aproximadamente partes iguales entre las empresas de menos de 4 años y las empresas de entre 4 y 11 años. De forma parecida, el tercio restante se reparte en dos partes iguales entre las empresas que tienen entre 12 y 19 años y las que tienen más de 20 años.

Con relación al número de asalariados y la forma jurídica, más de la mitad de los 3,2 millones de empresas son personas físicas (57 %) y no tienen asalariados (54 %). Un 38 % de empresas tiene entre uno y cinco asalariados y tan solo un 2 % tiene más de 20 asalariados – ello implica que el 92 % de las empresas cuenta con cinco o menos asalariados. Un tercio de las empresas económicamente activas son sociedades de responsabilidad limitada y solo un 2 % son sociedades anónimas; el 8 % restante de las empresas tienen otra forma jurídica (sociedades cooperativas, comunidades de bienes, sociedades colectivas, etc.).

El gráfico 2 presenta un análisis combinado de la edad y del número de asalariados y muestra que entre las empresas de mayor tamaño tienden a predominar las empresas de mayor edad. En el caso de las personas físicas y empresas sin asalariados, la franja de edad predominante son las de menos de cuatro años; para

Gráfico 2

Antigüedad de las empresas en 2022 según estrato de asalariados

las empresas de entre uno y nueve asalariados, las más representadas son las de entre cuatro y once años; para las empresas de diez y más asalariados, el tipo más presente son la de mayor edad, de 20 años o más.

Estos datos sugieren que la mayoría de las empresas siguen un patrón de crecimiento de tipo orgánico y que la mayor parte de la rotación empresarial se produce en las empresas de menor tamaño, medido por número de asalariados. Ambos fenómenos son comunes en la mayoría de las economías y, en todo caso, cabría desear una mayor proporción de empresas jóvenes en los rangos medios de asalariados (de seis a nueve asalariados, y de diez a 19 asalariados) lo cual indicaría que el dinamismo empresarial se extiende adecuadamente por la estructura demográfica.

Para conocer la distribución de empresas según su actividad principal a 1 de enero de 2023, el gráfico 3 representa de forma unificada los diez sectores principales de actividad (según código CNAE) con mayor número de empresas para las tres naturalezas jurídicas principales: persona física, sociedad anónima y sociedad de responsabilidad limitada. Dado que hay sectores que son principales para más de una naturaleza jurídica, en el gráfico 3 se presentan 17 sectores, ordenados de forma creciente según el código CNAE.

Esta identificación de sectores principales permitirá enlazar posteriormente la explotación del DIRCE con la explotación de otras dos bases de datos del INE con información más reciente (que cubre hasta febrero de 2024) sobre las cifras de negocios de las empresas.

Las empresas cuya actividad principal es uno de los sectores identificados en el gráfico 3 representan el 71 % del total de personas físicas, el 67 % del total de sociedades de responsabilidad limitada y el 61 % del total de sociedades anónima. Se puede considerar, por tanto, que la selección de diez sectores de actividad es razonablemente representativa del total de empresas en cada una de las tres categorías.

Como se puede observar, hay cuatro sectores de actividad CNAE (41, 43, 46 y 47) que forman parte de los diez principales sectores en los tres tipos de naturaleza jurídica. Estos cuatro códigos CNAE corresponden con dos ramas de actividad económica: construcción (41, construcción de edificios y 43, construcción especializada) y comercio (46, comercio al por mayor y 47, comercio al por menor). El sector de actividad donde se concentran más sociedades anónimas (15,4 % del total) es el comercio al por mayor y donde se concentran más personas físicas (16,9 % del total) es el comercio al por menor. En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, con una distribución más igualada entre sectores, estos sectores también son importantes, pero el sector con mayor número empresas son las actividades inmobiliarias (CNAE 68, con el 10,7 % del total).

Del resto de actividades principales, cabe destacar las siguientes por representar más de un 5 % de las empresas en su categoría correspondiente: los servicios de comidas y bebidas (CNAE 56) tanto para las sociedades de responsabilidad limitada (6,9 %) como para las personas físicas (8,8 %); y los otros servicios personales (7,4 %) y las actividades jurídicas y de contabilidad (6 %) para las personas físicas (códigos CNAE 96 y 69, respectivamente).

|
*Las empresas económicamente activas
 se concentran en sectores de servicios
 intensivos en mano de obra como el
 comercio y la restauración, en actividades
 de construcción e inmobiliarias, de larga
 trayectoria en nuestro país*
 |

De este análisis se desprende, en relación con los análisis previos (Fariñas *et al.*, 2015; García Perea, 2022; Xifré, 2016, 2021, 2022), que los sectores de actividad que concentran mayor número de empresas se han mantenido estables en los últimos años a pesar de las diversas crisis globales que ha sufrido la economía española. Las empresas económicamente activas se concentran en sectores de servicios intensivos en mano de obra como el comercio y la restauración, en actividades de construcción e inmobiliarias, de larga trayectoria en nuestro país.

Análisis de la cifra de negocios empresariales

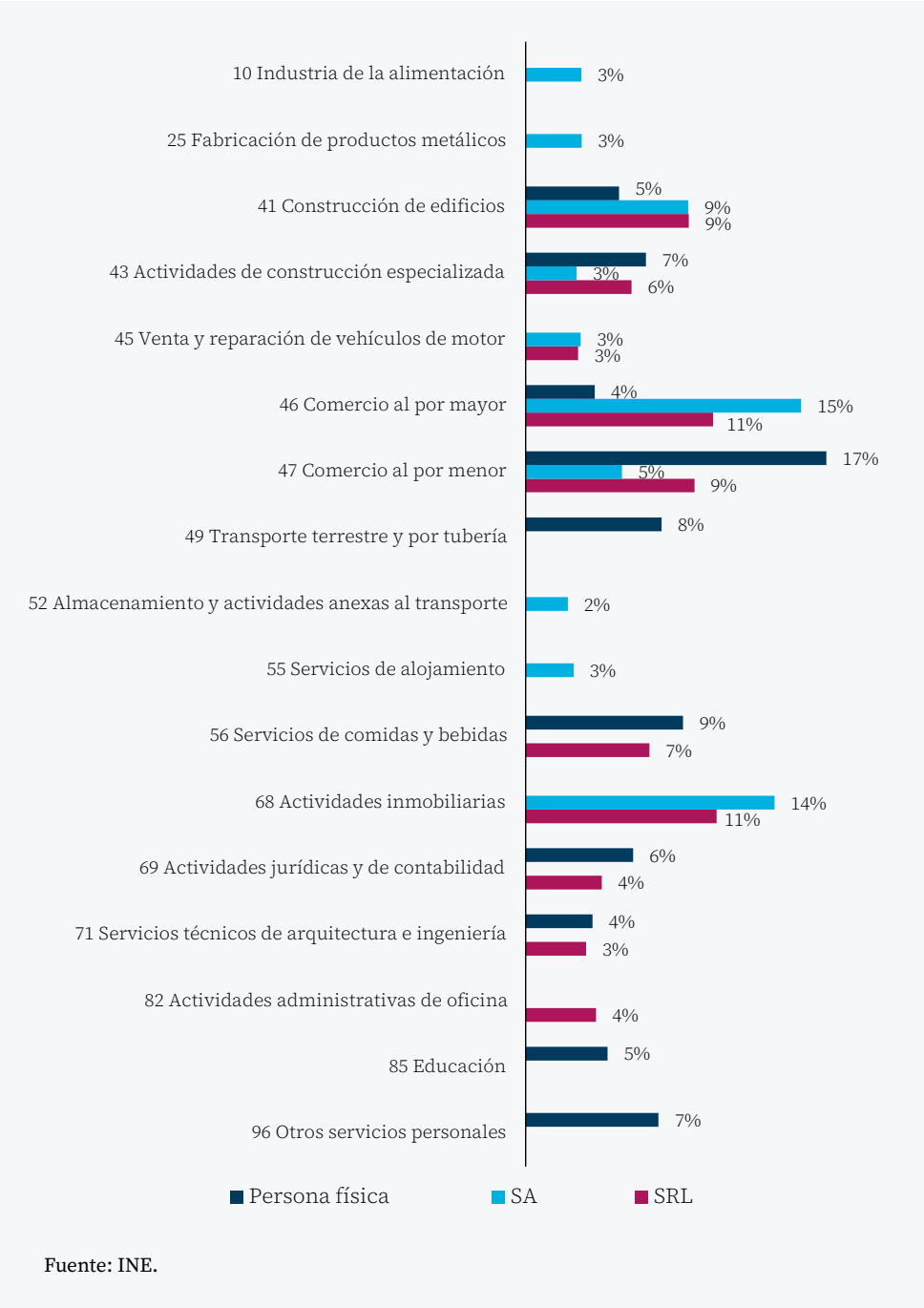
A partir de la identificación de los sectores que concentran un mayor número de empresas, se puede recurrir a otras dos bases de datos del INE que miden la cifra de negocios empresariales y que ofrecen datos hasta febrero de 2024: Indicadores de actividad del sector servicios y el Índice de cifras de negocios en la industria. Para ambas bases de datos se considera las series corregidas de efectos estacionales y de calendario. Estas bases de datos construyen un índice mensual para la cifra de negocios (facturación en términos nominales).

El gráfico 4 presenta para los sectores identificados en el gráfico 3 la variación en el promedio de los índices en dos periodos: i) en los doce meses del año, entre 2022 y 2023; ii) en enero y

Gráfico 3

Las diez actividades con mayor número de empresas, según la naturaleza jurídica de la empresa, a 1 de enero de 2023

Porcentaje de las empresas totales



febrero, entre 2023 y 2024. Para cuatro de los sectores identificados en el gráfico 3 no se disponen de datos en las dos bases de datos mencionadas (códigos NACE 41, 43, 85 y 96) y por tanto no se pueden calcular sus variaciones, de forma que el gráfico 4 presenta las variaciones para los 13 sectores restantes ordenados de forma decreciente según su variación entre 2022 y 2023.

Como se puede apreciar, en 9 de los 13 sectores se registran incrementos en la cifra de negocios tanto en durante 2023 como en los dos primeros meses de 2024 con respecto al mismo periodo del año anterior. Destacan los incrementos por encima del 10 % entre 2022 y 2023 en los servicios de alojamiento, la venta y reparación de vehículos de motor, los servicios técnicos de arquitectura e ingeniería y las actividades inmobiliarias. En dos sectores, el almacenamiento y el comercio al por menor, la cifra de negocios cayó tanto en 2023 como en los dos primeros meses de 2024. En otros dos sectores, la fabricación de productos metálicos y las actividades jurídicas y de contabilidad, los signos de las dos variaciones son opuestos.

En términos de los principales sectores identificados en el gráfico 3, el gráfico 4 muestra un mensaje ambivalente: mientras que la cifra de negocio el comercio al por mayor creció cerca de un 10 % en 2023, la del comercio al por menor se redujo cerca de un 6 %. Lamentablemente, como se ha indicado más arriba, no se dispone de datos de facturación de los otros sectores más destacados identificados en el gráfico 3 (la construcción de edificios y las actividades de construcción especializada).

Una nota interesante de este análisis es el dinamismo de la facturación empresarial en sectores de alto valor añadido como son los servicios de arquitectura e ingeniería, y el buen nivel de crecimiento en cifra de negocios de uno de los

sectores pilares de la economía española (especialmente en su dimensión exportadora) como es la industria de la alimentación.

El emprendimiento en España: datos más recientes

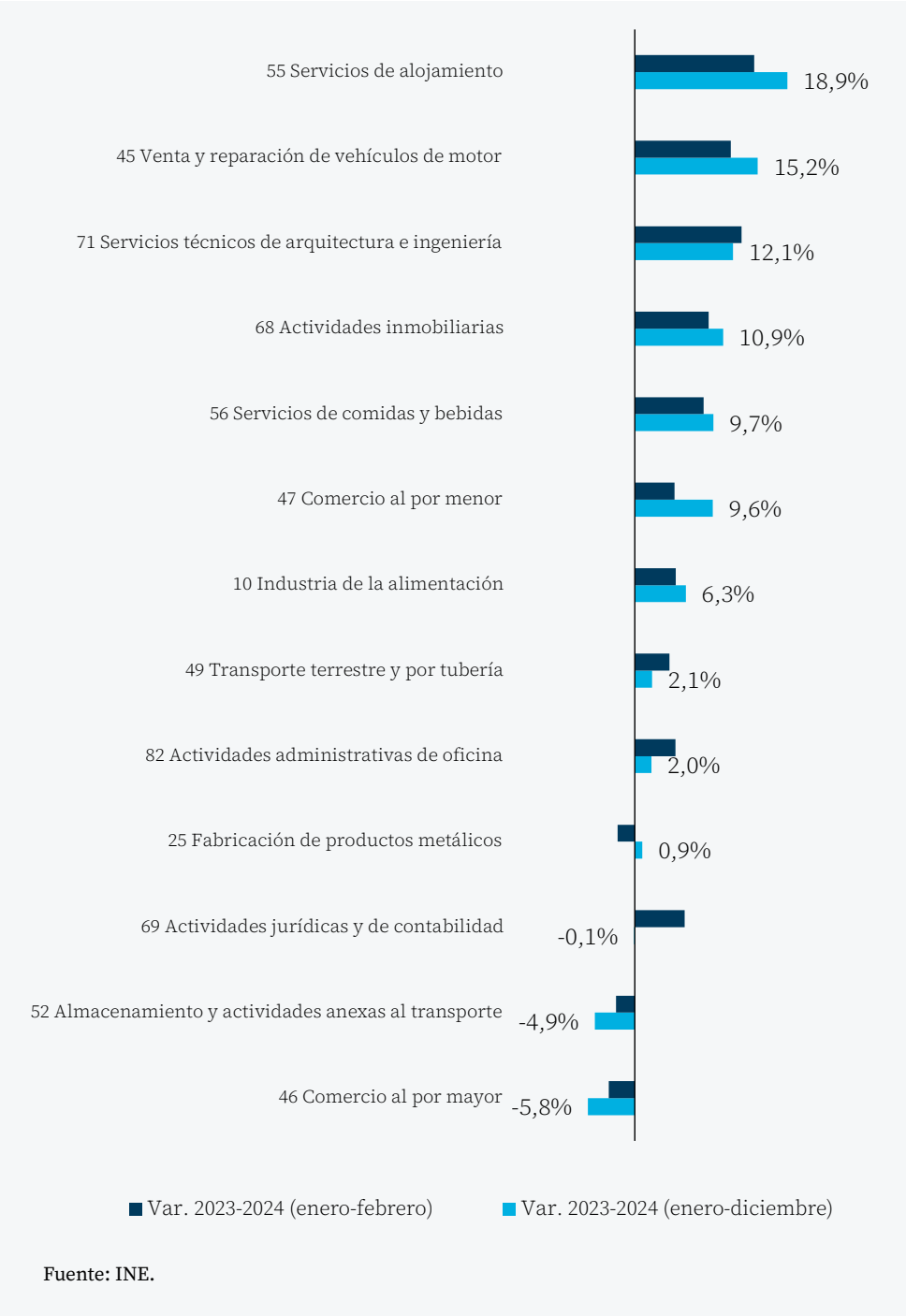
Para completar una aproximación a la realidad empresarial española, se considera conveniente explorar el fenómeno del emprendimiento. Recientemente se ha publicado el “Mapa del Emprendimiento Español 2023” (South Summit, IE University, 2023) que proporciona datos sobre el perfil de los emprendedores en España. En el informe se han analizado casi 3.000 proyectos de empresas emergentes o *startups* europeas de los que un 20 % eran españoles. Según estos datos, en España el 80 % de los emprendedores son hombres y el 20 % mujeres, una proporción muy parecida a la que se observa en la UE, por lo que existe una importante brecha de género en materia de emprendimiento en ambas jurisdicciones. Esta brecha también se observa en la composición de los equipos fundadores de *startups* en España: un 33 % de los equipos fundadores es mixto, un 59 % está formado solo por hombres y un 8 % solo por mujeres.

La mayoría de los emprendedores provienen de un puesto de trabajo previo por cuenta ajena en el sector privado (49 %), seguidos de aquellos que fundaron una *startup* (23 %), de los que han sido previamente autónomos (13 %), de los que han sido empleados de una *startup* (8 %) y finalmente de aquellos que eran estudiantes inmediatamente antes de ser emprendedores (7 %).

|
*La mayoría de los emprendedores provienen
de un puesto de trabajo previo por cuenta
ajena en el sector privado (49 %)*
|

Gráfico 4

Variación en la cifra de negocios para los principales sectores económicos según periodo



En cuanto a la primera fuente de financiación de sus proyectos, el estudio obtiene información separando entre los emprendedores noveles y los emprendedores en serie (aquellos que han participado en la creación de por lo menos dos *startups*) pero las diferencias no son muy significativas entre ambos tipos. La primera fuente de financiación es el capital propio (en 46 % de los casos para los emprendedores en serie y el 41 % para los emprendedores noveles), seguida de los círculos de familiares y amistades (FFF) (15 % y 19 %, respectivamente) y del capital riesgo (14 % y 17 %, respectivamente).

Los sectores de actividad en los cuales se encuentran más proyectos de emprendimiento en España son los siguientes: *fintech*, desarrollo de *software*, educación, salud y tecnologías relacionadas (*healthcare*) y *agrotech*.

En relación con el análisis previo a partir de las bases de datos del INE, aparece una separación bastante pronunciada entre los sectores de actividad que concentran un mayor número de empresas activas y los sectores en los que hay más actividad emprendedora, con la única excepción de la industria alimentaria. De ello se deduce que este sector es promotor (por combinar la experiencia y la base de conocimiento de un sector tradicional que al mismo tiempo atrae a emprendedores) y que, más en general, puede ser interesante explorar más a fondo posibilidades de creación de valor mediante la colaboración entre los dos mundos: el tejido empresarial español de larga trayectoria y las nuevas realidades del emprendimiento.

Conclusión

La mayoría de los 3,2 millones de empresas económicamente activas a 1 de enero de 2023 siguen un patrón de crecimiento de tipo orgánico, en el que el número de asalariados aumenta con la edad de la empresa. Desde una perspectiva comparada con la zona del euro y la UE, sería deseable que el dinamismo empresarial aumente en los niveles de tamaño mayor de empresa.

En términos sectoriales, las empresas españolas se concentran en el comercio, la restauración, la construcción y los servicios inmobiliarios. Para acelerar la convergencia con la zona del euro y la UE, convendría aumentar la presencia de sectores manufactureros o intensivos en tecnología y conocimiento.

Finalmente, según la información disponible, existe una desconexión significativa entre los sectores con mayor actividad emprendedora en España y los sectores dominantes en la demografía empresarial actual, con la excepción de la industria alimentaria. Es probable que existan oportunidades de ganancia mutua para ambos ecosistemas empresariales si aumenta su colaboración.

Referencias

- FARIÑAS, J. C., HUERGO, E. (2015). *Demografía empresarial en España: tendencias y regularidades*. FEDEA Estudios sobre la Economía Española, 2015/24.
- GARCÍA PEREA, P. (2022). Análisis de la demografía empresarial en España a comienzos de 2019. *Notas Económicas - Boletín Económico*, 2/2020.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2024). *¿Cuáles son los principales retos de la economía española y cómo hacerles frente?* Blog del Banco de España.
- SOUTH SUMMIT Y IE UNIVERSITY. (2023). Mapa del Emprendimiento 2023.
- TORRES, R., FERNÁNDEZ, J. M., GÓMEZ DÍAZ, F. (2024). Perspectivas para 2024-2025 en un contexto internacional incierto. *Cuadernos de Información Económica*, 298, pp 1-10. <https://www.funcas.es/articulos/perspectivas-para-2024-2025-en-un-contexto-internacional-incierto/>
- XIFRÉ, R. (2016). El tejido empresarial en España: estructura, evolución reciente y retos pendientes. *Cuadernos de Información Económica*, 252, pp. 21-29. <https://www.funcas.es/articulos/el-tejido-empresarial-en-espana-estructura-evolucion-reciente-y-retos-pendientes/>
- XIFRÉ, R. (2021). Demografía empresarial pos-COVID: una primera aproximación. *Cuadernos de Información Económica*, 282, pp. 69-76. <https://www.funcas.es/articulos/demografia-empresarial-pos-covid-una-primera-aproximacion/>
- XIFRÉ, R. (2022). El impacto de la crisis COVID-19 en empresas y autónomos. *Cuadernos de Información Económica*, 288, pp. 27-35. <https://www.funcas.es/articulos/el-impacto-de-la-crisis-covid-19-en-empresas-y-autonomos/>

09

María Jesús Fernández
Economista sénior de Funcas



Las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2023

En 2023, las rentas de los hogares en España experimentaron un notable incremento, apoyadas en un crecimiento del empleo y salarios, junto a un aumento en las prestaciones sociales como las pensiones. A pesar de la subida de los tipos de interés, las familias absorbieron este impacto sin grandes dificultades, manteniendo una tasa de morosidad estable y bajando su nivel de deuda. Los hogares españoles lograron un ahorro significativo y una mejora en su capacidad de financiación, utilizando estos excedentes principalmente en la adquisición de activos financieros y en la amortización de deuda.

Contexto general

En 2023 prácticamente se normalizó la situación en los mercados mundiales de productos energéticos tras la crisis sufrida el año anterior con motivo de la invasión de Ucrania. Esto, unido al endurecimiento de las políticas monetarias, permitió rebajar la inflación, cuya tasa en España descendió desde el 8,4 % de 2022 hasta el 3,5 %. El impacto de las subidas de tipos de interés en las economías desarrolladas fue menos acusado de lo esperado, de modo que, pese a la atonía de la eurozona, podemos hablar de un “aterrizaje suave”. En este contexto, el PIB español, que en 2022 había recuperado el nivel de 2019, creció un 2,5 %, muy por encima del 0,5 % registrado en el conjunto de la eurozona, si bien esta había recuperado el nivel prepandemia un año antes que España. La fortaleza del empleo volvió a ser uno de los rasgos más reseñables de la economía nacional –también de la europea–.

Empleo, salarios y pensiones impulsan las rentas de los hogares

Antes de estudiar las cuentas de los hogares de 2023, cabe mencionar que las cifras correspondientes a 2022, que fueron analizadas en Fernández (2023), sufrieron una ligera revisión con respecto a las inicialmente publicadas por el INE. Conforme a las nuevas cifras, la renta disponible bruta (RDB) de las familias creció más de lo inicialmente estimado, lo que se trasladó a un ahorro mayor, y, en última instancia, a la generación de una capacidad de financiación de 2.500 millones de euros, en lugar de la necesidad de financiación de 1.753 millones inicialmente estimada. Pese a esta modificación, el análisis realizado en dicho trabajo sigue siendo válido, y las conclusiones no se ven sustancialmente alteradas.

Las remuneraciones salariales percibidas por los hogares aceleraron su crecimiento en 2023 hasta un 8,8 %, resultado de una tasa de crecimiento del empleo semejante a la del año anterior, unido a un mayor incremento del salario por ocupado (un 5,4 %). En cuanto a las rentas de la propiedad, también se aceleraron, por el aumento tanto de los pagos recibidos por intereses, como de otras rentas, como los dividendos. Estos últimos se situaron en 24.800 millones de euros, una cifra semejante a la registrada en los años 2017 y 2018, aunque aún inferior a la de 2019. De entre las fuentes de renta de los hogares, también destacó el fuerte ascenso de las prestaciones sociales, debido fundamentalmente a la actualización de las pensiones conforme a la tasa de inflación de 2022 (cuadro 1).

Los pagos por intereses crecieron en 9.600 millones, hasta 24.200 millones (antes de la asignación de los SIMFI), como consecuencia del incremento de los tipos de interés derivado del cambio de signo de la política monetaria. No obstante, dicho incremento fue moderado en términos relativos, si lo comparamos con el incremento registrado por las rentas percibidas por los hogares, de modo que no ha impedido que la RDB registrase un importante crecimiento, como se señala más adelante. Se puede decir, por tanto, que la subida de tipos de interés ha sido absorbida con relativa facilidad, en términos generales, por las familias españolas, lo que, por otra parte, se refleja en la estabilidad de la tasa de mora, que apenas ha subido dos décimas porcentuales, hasta el 2,6 % al final de 2023, encontrándose en los niveles más bajos en doce años.

En cuanto a los impuestos sobre la renta y patrimonio pagados por las familias, en 2023 volvieron a crecer a una tasa de dos dígitos, si bien, a diferencia del año 2022, cuando lo hicieron por encima de la base imponible (calculada esta

Cuadro 1

Cuentas no financieras de los hogares e ISFLSH

Millones de euros

	2019	2020	2021	2022	2023	Variación 2023 sobre 2022 en %	Variación 2023 sobre 2019 en %
Remuneraciones salariales recibidas	582.660	563.058	602.492	646.723	703.709	8,8	20,8
EBE de los hogares y rentas mixtas	212.430	188.342	205.766	218.246	235.701	8,0	11,0
Prestaciones sociales	215.561	248.109	248.051	246.217	270.509	9,9	25,5
Intereses y otras rentas de la propiedad recibidas	51.909	42.716	39.093	47.996	88.448	84,3	70,4
Transferencias corrientes recibidas	81.891	82.082	96.150	101.109	105.909	4,7	29,3
Total rentas recibidas	1.144.451	1.124.307	1.191.552	1.260.291	1.404.276	11,4	22,7
Intereses y otras rentas de la propiedad pagadas	5.451	4.092	3.502	7.153	24.574	243,5	350,8
Cotizaciones sociales pagadas	173.464	174.386	184.224	192.822	210.687	9,3	21,5
Transferencias corrientes pagadas	78.029	75.787	90.953	95.433	99.053	3,8	26,9
Impuestos sobre la renta y patrimonio	106.149	105.282	113.540	132.717	146.402	10,3	37,9
Renta disponible bruta	781.358	764.760	799.333	832.166	923.560	11,0	18,2
Consumo nominal	714.535	627.505	687.133	766.611	813.066	6,1	13,8
Ahorro bruto (más transferencias de capital netas)	63.164	131.977	111.127	62.213	106.900	71,8	69,2
Formación bruta de capital	43.423	40.758	52.540	59.713	64.539	8,1	48,6
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	19.741	91.219	58.587	2.500	42.361	-	-
Pro memoria:							
Intereses pagados antes de la asignación de los SIMFI	14.419	14.441	14.086	14.616	24.226	65,7	68,0
Tasa de ahorro (% de la RDB)	8,2	17,4	13,8	7,6	11,7	-	-
Deuda de los hogares	707.588	700.387	704.211	703.633	685.361	-2,6	-3,1
en % de la RDB	90,6	91,6	88,1	84,6	74,2	-	-

Fuentes: Banco de España e INE.

conforme a las cifras de contabilidad nacional), esta vez el crecimiento estuvo más en línea con ésta última. En todo caso, el tipo impositivo efectivo sobre la renta se mantiene en niveles sensiblemente más elevados que antes de la pandemia. Los pagos por cotizaciones sociales, por su parte, avanzaron a una tasa algo superior a la de las remuneraciones salariales, lo que puede deberse, entre otras cosas, a los cambios normativos, como la entrada en vigor del Mecanismo de Equidad Intergeneracional.

Como resultado de todo lo anterior, la RDB nominal avanzó un 11 % en 2023, un incremento superior al de la inflación, lo que permitió a los hogares recuperar capacidad adquisitiva. Dicho crecimiento también fue superior al del consumo nominal, dando lugar a un ascenso del ahorro hasta situarse nuevamente por encima de los 100.000 millones de euros, tras la bajada sufrida el año anterior. La tasa de ahorro fue del 11,7 % de la RDB, por encima de las tasas observadas en los años previos a la pandemia. Aún es pronto para saber si el mantenimiento en los últimos años de tasas de ahorro superiores a las registradas antes de 2019, fenómeno que se reproduce en casi todos los países de la Unión Europea, supone un cambio estructural o es meramente transitorio.

La RDB nominal avanzó un 11 % en 2023, un incremento superior al de la inflación, lo que permitió a los hogares recuperar capacidad adquisitiva

En torno al 60 % de dicho ahorro fue destinado a FBCF, de modo que los hogares generaron una capacidad de financiación –la diferencia entre ahorro e inversión– de 42.361 millones de euros. Este excedente fue destinado, en su mayor parte, a la adquisición de activos

financieros, pero también, en una cuantía significativa en comparación histórica, a la amortización de deuda. De este modo, la deuda viva de los hogares redujo su volumen, tanto en términos nominales como en relación a la RDB. Esta última ratio se situó en el 74,2 %, su nivel más bajo desde 2001.

El hecho de que la capacidad adquisitiva per cápita se encuentre en torno a los niveles previos a la pandemia, mientras que el volumen de consumo per cápita se encuentre por debajo, implica que existe un margen significativo para el crecimiento del consumo de los hogares en los próximos años

Comparando las diferentes variables con respecto al año 2019, tenemos que la RDB nominal ha crecido un 18,2 %, más que los precios al consumo, de modo que se ha producido un ascenso en términos reales. Dicho crecimiento nominal está en el entorno de los resultados observados en los países de la eurozona. No obstante, debido al crecimiento de la población, la RDB real per cápita tan solo habría experimentado un modesto incremento, si realizamos el cálculo a partir del deflactor del consumo de la contabilidad nacional, aunque, si utilizamos el IPC, la RDB real per cápita aún se hallaría ligeramente por debajo del nivel de 2019. En cuanto al consumo real per cápita, todavía es un 2,4 % inferior al previo a la pandemia. Por su parte, la FBC de los hogares superó en un 48,6 % la cifra de 2019, crecimiento, en este caso, superior a la media de la eurozona.

El hecho de que la capacidad adquisitiva per cápita se encuentre en torno a los niveles previos a la pandemia, mientras que el volumen de

consumo per cápita se encuentre por debajo, implica que existe un margen significativo para el crecimiento del consumo de los hogares en los próximos años, más aun teniendo en cuenta que la tasa de paro –principal determinante en España del ahorro de los hogares por el efecto precaución– continúa descendiendo, y que para 2024 se espera que las familias vuelvan a ganar capacidad adquisitiva.

Débil recuperación de los resultados empresariales

Las cifras de las cuentas de las sociedades no financieras de 2022 y años anteriores también han sufrido revisiones, de una magnitud algo mayor que en el caso de los hogares. La principal diferencia con respecto a las cifras previamente publicadas se halla en las rentas de la propiedad percibidas por las empresas, que fueron sustancialmente corregidas a la baja, dando lugar a una sensible revisión en la misma dirección de la renta empresarial –definida esta como la suma del EBE, intereses y dividendos recibidos, y otras rentas netas, menos los intereses pagados–, de tal modo que su cifra se situó prácticamente en el mismo nivel que en 2019, en lugar de un 5 % por encima como indicaban las cifras iniciales, mientras que, después del pago de impuestos, la renta empresarial se situaba por debajo del nivel prepandemia. Otra revisión importante afectó a los dividendos repartidos, que fueron inferiores a lo inicialmente señalado, lo que permitió que, pese a la modificación anterior, la RDB de las empresas –equivalente a la renta después del pago de impuestos y del reparto de dividendos– fuera superior a la inicialmente calculada. No obstante, también se revisó al alza la FBC, de modo que la cifra de la capacidad de financiación apenas se vio afectada.

Con respecto a 2023, el crecimiento de la renta empresarial ralentizó notablemente su ritmo de crecimiento en comparación con el año anterior hasta un 3,6 %, como consecuencia del menor ritmo de crecimiento del EBE y del aumento de los pagos netos por intereses, que se incrementaron en 20.000 millones (antes de la asignación de los SIMFI). El impacto de esta subida sobre las cuentas de las empresas ha sido mayor que en el caso de los hogares, ya que ha absorbido un porcentaje muy superior del incremento experimentado por su renta antes del pago de estos.

Los pagos por impuestos avanzaron a un ritmo muy superior al de la renta, de modo que el tipo efectivo calculado con las cifras de contabilidad nacional se incrementó de forma notable. Después del pago de impuestos, la renta empresarial avanzó un 2,4 %. El pago de dividendos se incrementó en mucha mayor medida –aunque aún se encuentra por debajo de los niveles de 2018 y 2019–, de modo que la renta disponible bruta de las empresas –es decir, su ahorro, después del pago de dividendos– sufrió un descenso del 4,3 % (cuadro 2).

Con respecto a 2019, el EBE de 2023 fue un 9,9 % superior¹–el crecimiento más bajo de entre los países de la eurozona para los que hay datos–, mientras que la renta empresarial después del pago de impuestos se encontraba un 1,3 % por debajo del nivel de 2019. Esta debilidad de los resultados podría ayudar a explicar la negativa evolución de la formación bruta de capital de las empresas no financieras, que en 2023 era un 2,7 % inferior, en términos nominales, a la cifra de 2019. Es el único sector institucional donde la inversión aún se halla por debajo del nivel prepandemia, y también el único país de la eurozona –de entre los que disponemos de datos– excepto Irlanda (gráfico 1).

¹ Este resultado en base a la Contabilidad Nacional contrasta con el Indicador de Resultado Bruto de Explotación publicado por el Observatorio de Márgenes Empresariales en base a las declaraciones de impuestos de las empresas, que apunta a un crecimiento muy superior, si bien hay muchas diferencias entre las metodologías que sustentan ambas estadísticas.

Cuadro 2

Cuentas no financieras de las sociedades no financieras

Millones de euros

	2019	2020	2021	2022	2023	Variación 2023 sobre 2022 en %	Variación 2023 sobre 2019 en %
Valor añadido bruto	655.976	571.669	623.225	715.390	768.970	7,5	17,2
Remuneración de los asalariados	379.041	360.581	386.970	422.563	464.898	10,0	22,7
Excedente bruto de explotación (EBE)	275.154	215.278	236.674	291.923	302.441	3,6	9,9
EBE/VAB (en %)	41,9	37,7	38,0	40,8	39,3	-	-
Intereses y dividendos recibidos, y otras rentas netas	51.896	43.803	31.358	38.810	63.439	63,5	22,2
Intereses pagados	11.408	9.485	8.525	13.994	37.743	169,7	230,8
Renta empresarial	315.642	249.596	259.507	316.739	328.137	3,6	4,0
Impuestos sobre la renta pagados	18.508	16.987	23.019	27.098	32.788	21,0	77,2
Otras rentas netas	-10.020	-9.522	-12.123	-12.912	-12.063	-6,6	20,4
Renta empresarial después del pago de impuestos	287.114	223.087	224.365	276.729	283.286	2,4	-1,3
Dividendos pagados	84.754	72.450	52.959	60.359	76.272	26,4	-10,0
Renta disponible bruta	202.360	150.637	171.406	216.370	207.014	-4,3	2,3
Formación bruta de capital	186.211	151.014	173.103	182.327	181.105	-0,7	-2,7
Transferencias de capital netas	2.764	5.550	7.748	7.583	6.119	-19,3	121,4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	18.913	5.173	6.051	41.626	32.028	-23,1	69,3
Pro memoria:							
Intereses pagados antes de la asignación de los SIMFI	18.749	17.148	16.572	20.195	40.178	99,0	114,3
Deuda consolidada de las sociedades no financieras	898.507	954.291	978.900	958.395	946.528	-1,2	5,3
En % del PIB	72,1	85,3	80,1	71,2	64,7	-	-
en % de la RDB	90,6	91,6	88,1	84,6	74,2	-	-

Fuentes: Banco de España e INE.

Esta debilidad de los resultados podría ayudar a explicar la negativa evolución de la formación bruta de capital de las empresas no financieras, que en 2023 era un 2,7 % inferior, en términos nominales, a la cifra de 2019

No se dispone del deflactor específico de la FBCF de las sociedades no financieras, pero, a partir de la evolución de los deflatores de los diferentes componentes de la FBCF para el conjunto de sectores, pueden realizarse diferentes aproximaciones, en base a las cuales, la caída de la inversión en términos reales con respecto

a 2019 sería de más del 10 %. Es también el único sector institucional que habría sufrido una caída en términos reales, ya que, a partir de los mismos cálculos, tanto la inversión de los hogares, como de las AA. PP., y de las sociedades financieras, habrían registrado crecimientos reales. En cuanto a las operaciones financieras, las empresas destinaron todo su excedente financiero al pago de deuda. Incluso vendieron activos financieros –es la primera vez desde 2012 que las sociedades no financieras realizan ventas netas de activos– para destinar los recursos al pago de deuda. Esta descendió, tanto en términos nominales como en relación al PIB, hasta un 64,7 %, la ratio más baja desde 2002, y por debajo de la media de la eurozona.

Gráfico 1

FBCF de las sociedades no financieras

Volumen nominal, datos acumulados de 4 trimestres, 4tr2019=100

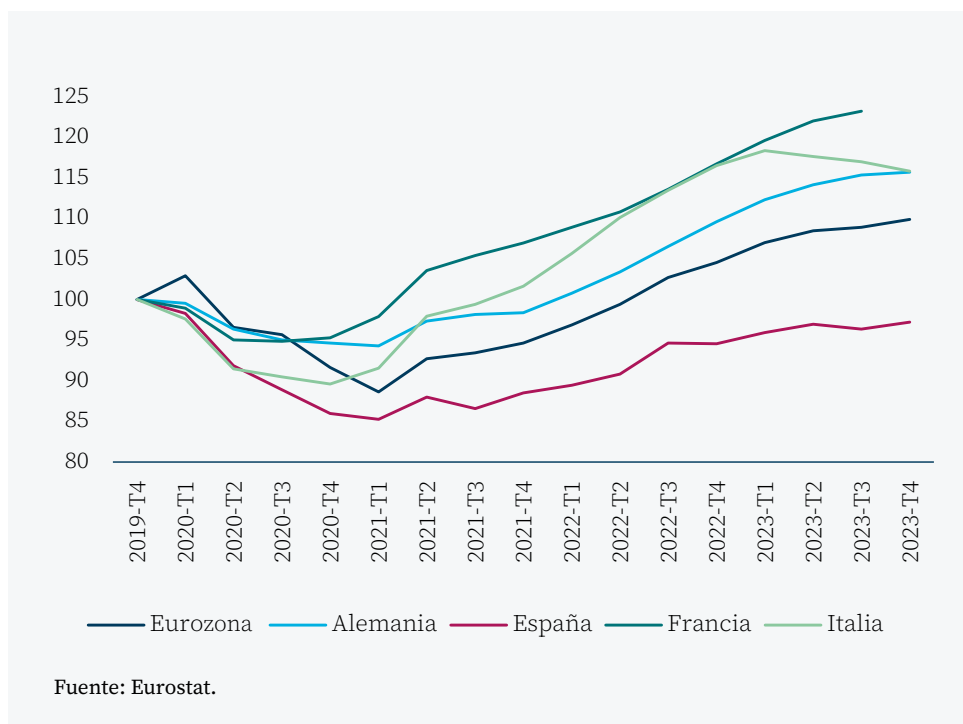
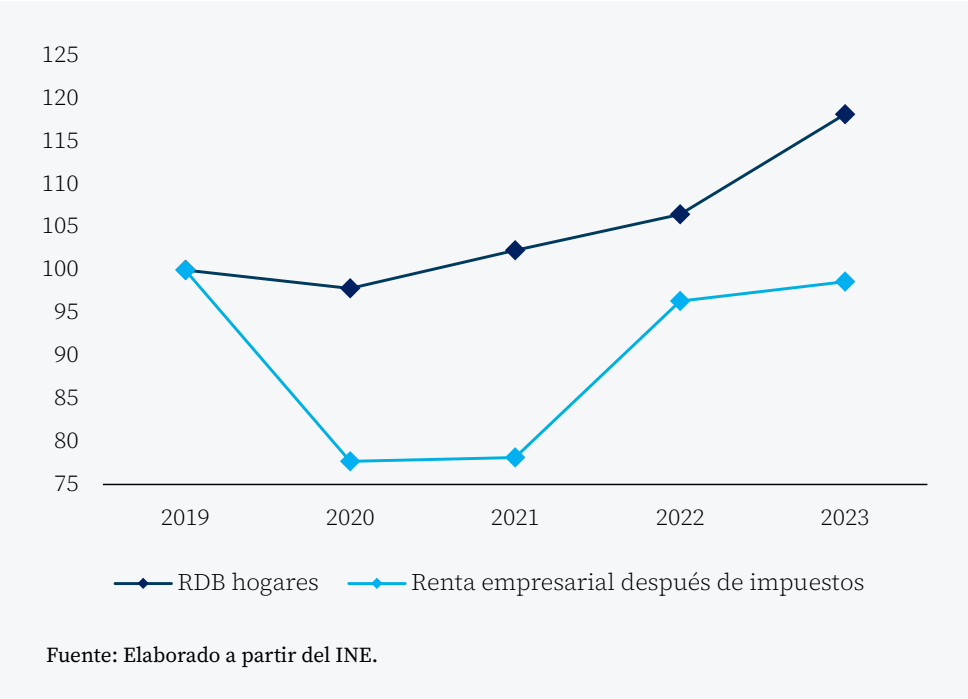


Gráfico 2

Renta disponible bruta de los hogares y renta de las sociedades no financieras después de impuestos

Volumen nominal, 2019=100



Conclusiones

Si en 2022 fueron las rentas de las empresas las que avanzaron de forma intensa hacia una recuperación, aún incompleta, de los niveles perdidos en la pandemia, en 2023 fueron las rentas de los hogares las que experimentaron un mayor impulso.

La evolución de las rentas de las familias ha sido relativamente favorable en el conjunto del periodo pospandemia, pese al fuerte ascenso de la inflación, gracias, básicamente, a la fortaleza del empleo y a los incrementos salariales. Estos factores

son los que han permitido que los balances de los hogares absorbieran en 2023 el impacto de las subidas de tipos de interés sin grandes tensiones. En el caso de las empresas, sin embargo, la huella del aumento de tipos ha sido más visible, si bien este no es el único factor que explica la debilidad relativa de sus resultados. Así, ya antes del pago de intereses, el propio EBE registró un crecimiento modesto, muy inferior al del año anterior, e inferior al crecimiento de las remuneraciones salariales y las prestaciones sociales percibidas por los hogares, que por el contrario se aceleraron.

En comparación con los resultados de 2019, se amplía la distancia entre sociedades y hogares en cuanto a crecimiento de la renta, con una recuperación incompleta en el caso de las primeras –siempre conforme a las cifras de la contabilidad nacional– que contrasta con el sólido avance de la renta de los hogares –todo ello expresado en términos nominales–

(gráfico 2). Finalmente, continúa siendo una constante el escaso interés por invertir por parte de las empresas españolas, que han preferido destinar sus excedentes a reducir deuda, a pesar de que el nivel de esta no es elevado, ni en comparación histórica ni en comparación con los países de nuestro entorno.

Referencias

FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, M. J. (2023). Las cuentas de los hogares y las empresas no financieras en 2022. *Cuadernos de Información Económica*, 294 (mayo-junio 2023). <https://www.funcas.es/articulos/las-cuentas-de-los-hogares-y-de-las-empresas-no-financieras-en-2022/>

10

Raymond Torres

Funcas

Patricia Sánchez Juanino

National Institute of Economic and Social Research y Funcas



El comercio exterior y la inversión internacional de la UE ante la reglobalización

Este artículo analiza la reorientación del comercio y la inversión internacional de la Unión Europea en un contexto de reglobalización pospandemia. Destaca que, aunque la balanza por cuenta corriente de la UE sigue siendo positiva, la participación de las exportaciones europeas en el comercio mundial ha disminuido, especialmente en bienes. Se observa un aumento del déficit comercial con China y una reducción del superávit con EE. UU. La inversión extranjera directa también ha caído, reflejando una menor atracción de la economía europea. Internamente, el Mercado Único ha mitigado el impacto, pero no puede compensar completamente la desaceleración del comercio exterior, planteando desafíos para la política económica europea y española.

Introducción

A principios de los años noventa, la celebración de acuerdos de libre comercio y la apertura de las economías marcaron un periodo de transformación y colaboración a nivel global. Sin embargo, en los últimos tiempos, la creciente interdependencia económica entre los países se ha señalado como una fuente de riesgos, particularmente desde el estallido de la pandemia, y esta percepción ha llevado a un replanteamiento de las estrategias económicas y políticas. Uno de los aspectos más llamativos de este proceso de “reglobalización” es la escalada de aranceles entre las dos principales potencias mundiales, China y Estados Unidos, todo ello en un contexto de debilitamiento del comercio global (OMC, 2023).

Este artículo repasa la reorientación de los intercambios internacionales que se ha producido desde la pandemia, con especial atención

a la posición relativa de la Unión Europea (UE) con respecto a EE. UU. y China. En base a este análisis, se esbozan algunos de los principales retos para la política económica europea y española.

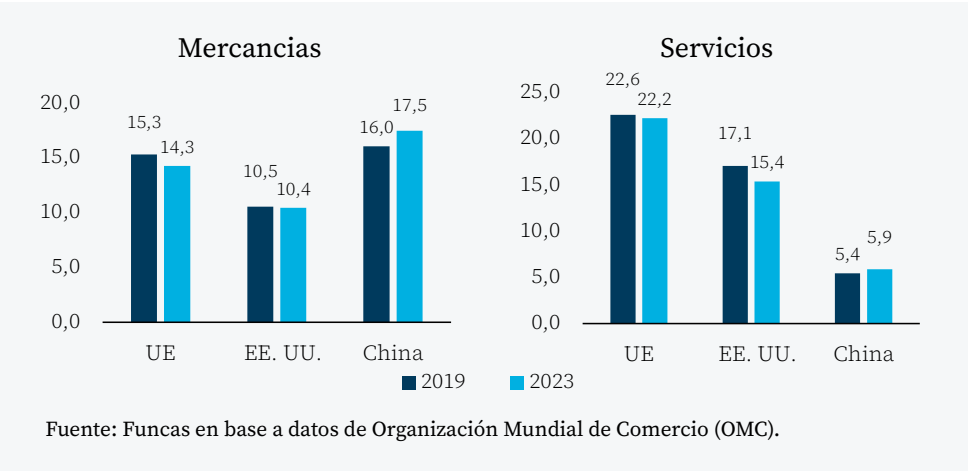
Declive relativo de la posición exportadora de la UE en el mundo

Pese a la sucesión de *shocks* adversos (pandemia, encarecimiento de los suministros importados, guerra en Ucrania y sus derivadas en los mercados energéticos, particularmente el del gas), los intercambios entre la UE y el resto del mundo siguen arrojando un importante superávit. El saldo de la balanza por cuenta corriente se mantuvo en positivo durante la pandemia y la posterior crisis energética, y mejoró en 2023 hasta rozar el 3 % del PIB. Este es un excedente ligeramente inferior a la situación prepandemia (la media durante el periodo 2015-2019 fue del 3,4 %).

Gráfico 1

Cuota de las exportaciones de mercancías y servicios en los mercados mundiales

Porcentaje de las exportaciones en el total mundial (se excluye el comercio intracomunitario)



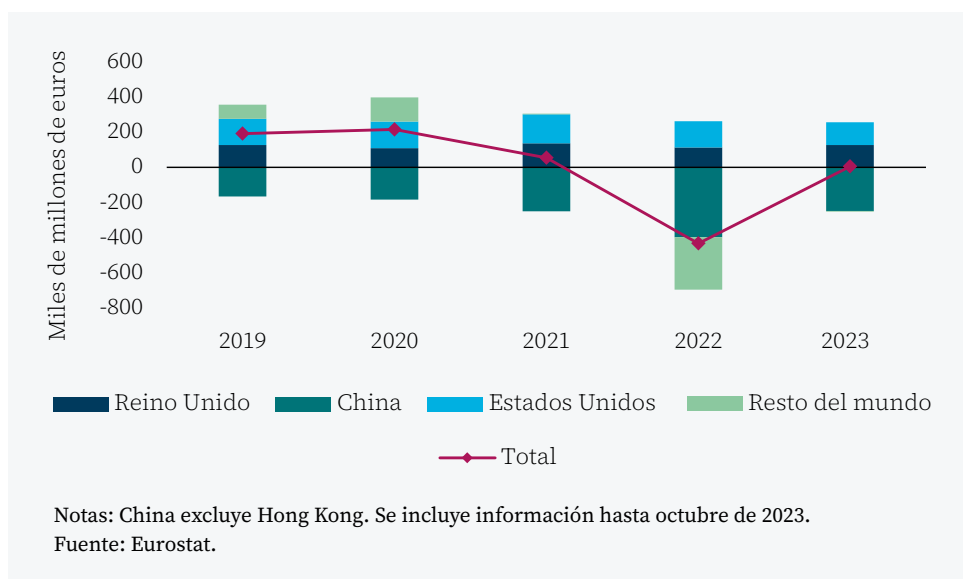
La resistencia del saldo externo, sin embargo, refleja principalmente la relativa atonía de las importaciones (consecuencia de la debilidad de la economía europea), y no un hipotético auge de las exportaciones. En efecto, las empresas europeas han perdido terreno en el exterior, particularmente en los mercados de bienes, con un descenso de cuota de mercado de punto porcentual entre 2019 y 2023 (gráfico 1).

Durante la crisis ocasionada por la pandemia, el comercio exterior de la UE registró fuertes caídas. Desde entonces el mercado se ha recuperado de forma gradual a medida que los patrones de consumo se han ido normalizando. La recuperación de la actividad se ha concentrado en el sector de servicios, mientras que el comercio de mercancías se ha visto lastrado por los cuellos de botella y la acumulación de pedidos pendientes de realización durante la pandemia. Hoy por hoy, el comercio de bienes se sitúa todavía en retroceso en relación con los servicios.

Más allá de las cifras globales, se aprecian importantes cambios en las balanzas comerciales en términos geográficos y de productos. En primer lugar, el déficit comercial de la UE con China se ha agravado y el superávit con EE. UU. se ha reducido ligeramente (gráfico 2). China se afianza como el principal proveedor de bienes para la UE, representando el 21 % de las importaciones totales en 2022, aunque ocupa el tercer puesto como destino. El déficit comercial con China ha tendido a agravarse, alcanzando un máximo de 396.000 millones de euros en 2022. Simultáneamente, EE. UU. destaca como el principal destinatario de bienes de la UE, absorbiendo el 20 % del total de exportaciones en 2022, cifra superior al nivel prepandemia. En sentido inverso, el comercio europeo con Reino Unido y Rusia se ha reducido, como consecuencia del Brexit por un lado, y las sanciones impuestas tras la invasión a Ucrania por el otro.

Gráfico 2

Balanza comercial de mercancías por zona geográfica

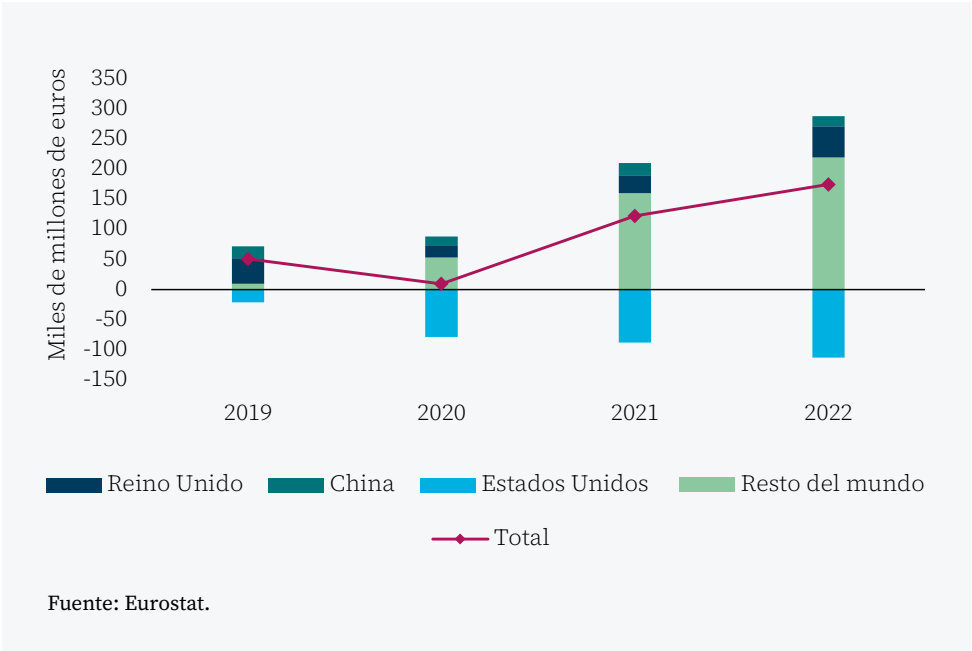


En segundo lugar, las cifras evidencian una aceleración de la transición energética. Anteriormente al conflicto en Ucrania, Rusia era el mayor proveedor de energía de la UE, con una cuota de mercado del 14,5 % de las importaciones europeas de productos energéticos. En el tercer trimestre de 2023, la cuota de mercado se había desplomado hasta al 6,5 % (Balteanu y Viani, 2023). El aumento reciente en la demanda de productos y servicios relacionados con la energía verde (paneles solares, turbinas eólicas y biocombustibles líquidos) también ha contribuido a reducir la dependencia energética europea en general. En 2022, el gasto en importaciones de productos de energía verde fue más del doble que en 2021, según Eurostat. Paralelamente, el comercio de vehículos eléctricos e híbridos se ha intensificado, de modo que estos vehículos representan ya más del 40 % del total de automóviles importados por la UE.

Finalmente, el saldo europeo del comercio de mercancías de alta tecnología, que incluye los productos utilizados en las actividades de computación, el sector aeroespacial, las telecomunicaciones y el sector farmacéutico, arroja un déficit creciente. La balanza comercial de estos productos de alta tecnología ha pasado de un superávit de 17.000 millones en 2019 a un déficit de 36.000 millones de euros en 2022. Las importaciones y exportaciones de estos productos tienen un efecto positivo en la competitividad y desempeñan un papel fundamental en las políticas comunitarias relacionadas con el medio ambiente o la transición digital (Eurostat, s. f.). Sin embargo, este impulso hacia una Europa *más verde y digital* también conlleva nuevas fuentes de vulnerabilidad económica, debido a las limitaciones de acceso a ciertos componentes y materias primas, esenciales para estas tecnologías.

Gráfico 3

Balanza comercial de servicios por zona geográfica



El comercio europeo de servicios ha tenido un mejor comportamiento que el de bienes. La UE desempeña un papel fundamental en la oferta mundial de servicios de mercado, entre los que destacan los servicios empresariales, con un 23 % del total de dichas exportaciones, según datos de Eurostat. Este segmento engloba, entre otros, servicios de consultoría, gestión, técnicos y comerciales, así como actividades de investigación y desarrollo. Todo ello redundará en una balanza comercial excedentaria, de servicios turísticos como no turísticos (gráfico 3).

La balanza de servicios con China es ligeramente excedentaria (sin compensar los números rojos del saldo de la balanza de mercancías con el gigante asiático), y deficitaria con EE. UU. Se aprecia un fuerte incremento de los servicios no turísticos, particularmente el segmento de actividades empresariales. Por su parte, los servicios asociados al turismo se vieron afectados por la respuesta de los gobiernos europeos a la crisis sanitaria, que incluía medidas como restricciones de viaje, rastreo de contactos y confinamientos. Sin embargo, ni los efectos derivados de la guerra en Ucrania, como la pérdida de turistas rusos y ucranianos hacia Europa, ni la disuasión de otros viajeros debido a la proximidad geográfica

del conflicto y el aumento de los precios, han impedido que los niveles de facturación superen los registros prepandémicos desde del segundo trimestre de 2022.

Debilitamiento de la inversión extranjera directa en Europa

De manera similar al retroceso de la cuota de mercado de las exportaciones de mercancías, la evolución de la inversión extranjera directa (IED) también evidencia una pérdida de atractivo de la economía europea frente a las otras grandes potencias. La IED incluye las operaciones de inversión productiva por parte de no residentes, como la creación o adquisición de empresas, la reinversión de beneficios o la ampliación de capacidad productiva. Se trata, por tanto, de una variable sensible a los cambios en la posición competitiva del tejido productivo.

En este sentido, los datos apuntan a un deterioro notable (cuadro 1). En primer lugar, en el periodo más reciente se ha producido un fenómeno de desinversión, que contrasta con la fuerte entrada de capital registrada antes de la pandemia (con una media anual de 478.000 millones

Cuadro 1

Inversión extranjera directa, en miles de millones de dólares

	Entrada de IED		Salida de IED	
	2015-2019	2022-2023	2015-2019	2022-2023
UE	478	-98	563	457
EE. UU.	352	353	172	-37
China	201	116	162	140

Fuente: Funcas en base a datos de la OCDE.

de dólares en el periodo 2015-2019). En el caso de China, la IED también pierde vigor, pero se mantiene en terreno positivo. Y EE. UU. emerge como principal ganador, captando una proporción creciente de la IED mundial, en consonancia con los potentes estímulos del *Inflation Reduction Act* y del *Chips Act*.

En segundo lugar, la UE exporta más capital que las otras grandes potencias: las salidas de IED alcanzaron 457.000 millones de dólares en los últimos dos años, un volumen a todas luces muy elevado. Comparando las salidas con las entradas de IED, se puede deducir que Europa es fuertemente exportadora neta de capital, lo que significa que buena parte del ahorro disponible en la UE sirve para invertir en empresas de otros países. Esta situación de exportación neta

de capital también se producía antes de la pandemia, pero el desequilibrio era mucho menos pronunciado. A la inversa, EE. UU. ha pasado de exportar capital productivo antes de la pandemia, a ser desde entonces uno de los países más atractivos para la inversión. China, por su parte, ocupa una posición intermedia, habiéndose convertido en exportadora neta de capital, si bien con niveles de transferencias de recursos muy reducidos en comparación con la UE.

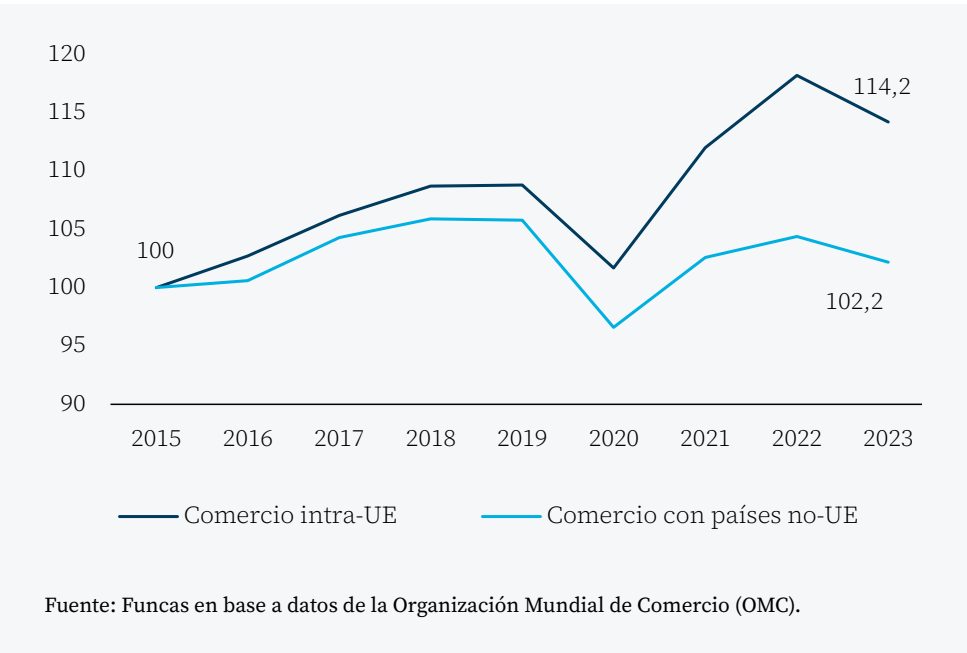
El papel mitigador del Mercado Único

Ante el desplome del comercio con países no comunitarios, los intercambios entre economías de la UE se han intensificado, aprovechando el potencial del Mercado Único

Gráfico 4

El papel del Mercado Único

Exportaciones intracomunitarias y hacia países terceros, en volumen, 2015=100



(gráfico 4). La proporción de bienes exportados intra-UE en 2022 fue del 62 % del total de las exportaciones, tres puntos más que en 2019. Esto indica que los miembros eligen participar más en este mercado compartido, no solo por los beneficios económicos, sino también por la seguridad y estabilidad que proporciona en momentos de adversidad. La integración del comercio de servicios dentro de la UE avanza también, aunque más gradualmente que en el caso de los bienes. De manera similar, se aprecia un incremento importante de los flujos de IED entre países europeos.

El peso creciente de los intercambios y de la inversión en el seno de la UE responde en parte a la necesidad de acortar las cadenas de suministro para hacer frente a las disrupciones generadas por las crisis sanitaria y energética. Las tensiones geopolíticas también han puesto de relieve la importancia de la seguridad, propiciando un incentivo adicional para reorganizar las cadenas productivas y aproximarlas al consumidor europeo. Se trata también de un objetivo de política económica: por ejemplo, la estrategia de respuesta de Europa a la crisis energética se fundamenta en el plan *REPowerEU* que persigue el despliegue de fuentes de energía más sostenibles, buscando disminuir la dependencia de combustibles fósiles provenientes de socios comerciales que pueden ser considerados menos confiables. Otro factor es la multiplicación de barreras tarifarias y no tarifarias, redundando en una tendencia a la concentración de los intercambios en el seno de los bloques comerciales.

Con todo, la intensificación del comercio y de la inversión intra-UE no compensan la debilidad general. Además, la proliferación de ayudas de Estado amenaza con restar vigor al Mercado Único (Torres y Sánchez Juanino, 2023). Esto ha motivado que la Comisión esté

considerando un nuevo marco de gestión, denominado “Instrumento de Emergencia del Mercado Único”, con el objetivo de fortalecer la resiliencia del mercado frente a desafíos futuros (European Commission, s. f.). Pero entre tanto, los países con más margen fiscal continúan apoyando su industria gracias a la flexibilización de las cláusulas de excepción a las ayudas de Estado.

Desafíos para la política económica

Uno de los desafíos que se desprende de este breve repaso es la importancia de mantener la integridad del Mercado Único, para amortiguar las incertidumbres que han afectado los intercambios con terceros países. Durante los últimos años, los Estados miembros de la UE han optado por una mayor participación en el mercado interno (intra-UE), no solo por sus beneficios económicos, sino también por la seguridad y estabilidad que brinda, especialmente en tiempos de adversidad.

El papel mitigador del Mercado Único ha tenido efectos especialmente saludables en economías como la española, con costes laborales y energéticos relativamente bajos. La balanza de los intercambios entre España y el resto de la UE arroja un saldo positivo y creciente. Por tanto, para la política económica española, es crucial priorizar la integridad del mercado europeo, y volver a la normalidad en la aplicación de las ayudas de Estado.

En todo caso, el Mercado Único solo puede compensar parcialmente la desaceleración en los flujos comerciales externos, amenazando con un declive de Europa en relación a las otras grandes potencias. Una estrategia de revitalización del tejido productivo parece por tanto necesaria, y en este sentido los datos

apuntan a la importancia de la movilización del ahorro para la inversión en Europa. Existen varias alternativas, las más relevantes siendo la unión del mercado de capitales y la puesta en común de un presupuesto europeo de inversión, siguiendo los pasos del programa *Next Generation*.

Referencias

BALTEANU, I. Y VIANI, F. (2023). *La dependencia energética de la Unión Europea y de España*. <https://doi.org/10.53479/30252>

Eurostat. (s. f.). *International trade and production of high-tech products*. Recuperado 09 de enero de 2024, de https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=International_trade_and_production_of_high-tech_products

Organización Mundial del Comercio, OMC. (2023). *World Trade Report 2023: Re-globalization for a secure, inclusive and sustainable future*.

European Commission. (s. f.). *Single market emergency instrument*. Recuperado 27 de noviembre de 2023, de https://single-market-economy.ec.europa.eu/single-market/single-market-emergency-instrument_en

TORRES, R. Y SÁNCHEZ JUANINO, P. (2023). La economía europea tras el *shock* geopolítico. Papeles de Economía Española, No 177. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2023/11/PEE_177_Torres_Sanchez.pdf

Indicadores económicos, financieros y sociales

Indicadores económicos

Contienen información tabular referida a los dos últimos años, cuatro últimos trimestres y dos últimos meses. De los indicadores más representativos se ofrecen gráficos con la evolución trimestral de los últimos siete años. También, a modo de comparación internacional, se recogen los indicadores básicos de coyuntura española junto a los relativos a Japón EE. UU., Reino Unido, Unión Europea, eurozona y los cuatro principales países de la Unión Europea, así como de las bolsas, mercados de divisas y precios de las materias primas.

Actualización: Semanal

Disponibles en:

<https://www.funcas.es/coyuntura-economica/espana/100-indicadores/>



50 Indicadores financieros

Ofrecen una visión global del sistema financiero. Se trata de un conjunto de indicadores, con una variación temporal generalmente de corto plazo, sobre magnitudes monetarias y tipos de interés, mercados financieros, ahorro y endeudamiento, y aspectos específicos de las entidades financieras, tales como su negocio, estructura de mercado, eficiencia, productividad, riesgo y rentabilidad.

Actualización: Quincenal

Disponibles en:

<https://www.funcas.es/areas-de-investigacion/area-financiera-y-digitalizacion/analisis-financiero/indicadores-financieros/>



Indicadores sociales

Información numérica sobre aspectos concretos de la realidad social. Estos datos permiten hacer el seguimiento y la evaluación de programas y políticas públicas.

Actualización: Bimestral

Disponibles en:

<https://www.funcas.es/areas-de-investigacion/area-social/estudios-sociales/indicadores-sociales/>



Publicaciones de Funcas

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 179. Retos económicos en alimentación: la sostenibilidad, los precios y la innovación

PANORAMA SOCIAL

N.º 38. La crisis de salud mental: más allá de las estadísticas

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 299. Empleo: no es oro todo lo que reluce

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 13, N.º 2 (2024). Spain's labour market: Recent evolution and key challenges

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 24. Febrero (2024)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 102. El sistema ya no financia burbujas: escasez de vivienda y caída del crédito. Un análisis del periodo 1998-2023 que cuestiona el modelo residencial español. Ignacio Ezquiaga

LIBROS

Programas de educación financiera para emprendedores: evaluación de resultados y potencial de mejora.

Ernesto López-Valeiras, Roberto Graña-Álvarez, Xavier Martínez-Cobas, Loreto Fernández y Sergio Rodríguez-Lourido

Precio de las publicaciones. Año 2024

Publicación	Suscripción		
	Suscripción anual	Edición papel (euros)	Gastos de envío (euros)
Papeles de Economía Española	4 números	55	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80
Cuadernos de Información Económica	6 números	45	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Panorama Social	2 números	25	España 4
			Europa 20
			Resto del mundo 40
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	35	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Papeles de Energía	4 números	25	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80
Publicaciones no periódicas (Libros, Estudios...) disponibles solamente en formato digital gratuito.			

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria. Descuento editorial: 10 % a bibliotecas, librerías y agencias. Todas nuestras publicaciones se pueden descargar, de forma gratuita, en www.funcas.es
<http://www.funcas.es/Publicaciones> | publica@funcas.es

cecabank



www.cecabank.es



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: 1132-9386



97722543427