

## Inflación y cambios en la estrategia de política monetaria

El repunte de la inflación  
y su impacto

El nuevo *look* del BCE

Nueva estrategia de  
política monetaria de la  
Reserva Federal

Pruebas de esfuerzo  
y otros retos bancarios

La banca y los test de  
estrés de riesgo climático

El escaso uso de los  
colchones de capital

El sector exterior tras  
la COVID-19

INDICADORES  
ECONÓMICOS, SOCIALES  
Y FINANCIEROS

# CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

## EDITOR

**Eduardo Bandrés Moliné**

## CONSEJO DE REDACCIÓN

**Carlos Ocaña Pérez de Tudela**

**Santiago Carbó Valverde**

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

**Juan José Ganuza**

**Antonio Jesús Romero Mora**

**Raymond Torres**

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

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

Diseño  
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

ISSN: 2254-3422

© Funcas

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

## PATRONATO

**Isidro Fainé Casas** (Presidente)

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

**Fernando Conlledo Lantero** (Secretario)

**Carlos Egea Krauel**

**Miguel Ángel Escotet Álvarez**

**Amado Franco Lahoz**

**Pedro Antonio Merino García**

**Antonio Pulido Gutiérrez**

**Victorio Valle Sánchez**

**Gregorio Villalabeitia Galarraga**

# Cuadernos de Información Económica

284

septiembre/octubre 2021



---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

<u>Página</u>	1	El repunte de la inflación y su impacto <i>Raymond Torres</i>
	11	El nuevo <i>look</i> del BCE <i>Erik Jones</i>
	21	Nueva estrategia de política monetaria de la Fed: ¿puede la flexibilidad tener un coste en términos de estabilidad financiera? <i>José Ramón Díez Guijarro</i>
	29	Pruebas de esfuerzo y otros retos bancarios <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	35	La banca ante los primeros test de estrés de riesgo climático del Banco Central Europeo <i>Ángel Berges y Jesús Morales</i>
	45	El escaso uso de los colchones de capital durante la pandemia: ¿efecto estigma? <i>Javier Restoy y Ángel Berges</i>
	53	Análisis del sector exterior español tras la COVID-19: ¿oportunidades en tiempos de cambios? <i>Ramon Xifré</i>

---

## INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	62	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	85	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	93	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Sumario



## Carta de la Redacción

La inflación ha vuelto a escena. A lo largo de 2021, el índice de precios de consumo (IPC) de España presenta una trayectoria ascendente hasta alcanzar el 4 % interanual en el indicador adelantado de septiembre. Las previsiones de Funcas apuntan también a cifras en torno al 4 % en los restantes meses del año, cifras que no se veían desde el año 2008. No obstante, la media anual se situaría en el 2,7 % en 2021 y la previsión para 2022 estaría en línea con el nuevo objetivo a medio plazo, al colocarse solo ligeramente por encima del 2 %. Los datos medios de la eurozona son similares a los de España, pero los de Estados Unidos están por encima del 5 % interanual desde el mes de mayo. Sea como fuere, en algunos ámbitos académicos y de *policy makers* parecen haber saltado las alarmas advirtiendo del retorno de la inflación como uno de los principales desafíos de la política económica.

Las tensiones inflacionistas actuales tienen su explicación en factores asociados a un ciclo de encarecimiento de materias primas, suministros y componentes tecnológicos, tras la contracción de la oferta durante la pandemia y los estrangulamientos que se producen con el vuelco de la demanda mundial durante la recuperación. Sin embargo, a pesar de su impacto sobre los costes de producción de las empresas, la repercusión en el IPC ha sido limitada. De hecho, excluyendo los productos energéticos, el IPC se mantiene por debajo del 1 % interanual. En línea con numerosos analistas, el artículo de RAYMOND TORRES sostiene que estamos ante un *shock* de oferta externo, muy probablemente de carácter transitorio. Solo factores como la duración del *shock* de costes externos y de los cuellos de botella en semiconductores, así como el riesgo de que las expectativas se desanclen, generando revisiones de precios y salarios, podrían alterar las

perspectivas actuales sobre la evolución de la inflación. No parece que ese sea el escenario más probable. Los principales bancos centrales del mundo interpretan que las actuales alzas de precios no exigen un cambio de rumbo de su política monetaria. La salida de las medidas monetarias ultraexpansivas debe vincularse a la consolidación del proceso de recuperación económica, de modo que se evite una percepción de elevada dependencia de los bancos centrales con relación a la política fiscal de los gobiernos.

Tanto el Banco Central Europeo (BCE) como la Reserva Federal (Fed) han iniciado un proceso de revisión de su estrategia de política monetaria tratando de ajustar el objetivo y los instrumentos a las previsiones de evolución de la economía a medio plazo y a la implementación de las medidas de normalización progresiva de la política monetaria conforme se supere la excepcionalidad de la crisis pandémica. El artículo de ERIK JONES realiza un examen detallado de los principales factores que configuran la nueva estrategia monetaria del BCE, así como de los retos que todavía se tienen que afrontar. La nueva definición del objetivo en términos simétricos respecto a la cifra del 2 % de inflación proporciona una mayor flexibilidad, al tiempo que denota una mayor tolerancia cuando se supera dicha cifra: cambian, pues, tanto el objetivo como el enfoque, pero probablemente también se entra en un terreno de mayor ambigüedad. En todo caso, siguen abiertas las dos cuestiones principales que deberán abordarse en los próximos meses: el aumento de los tipos oficiales y la recalibración de las compras de activos y de los demás instrumentos no convencionales, conforme se consolide la recuperación y la inflación esperada —más allá de los episodios recientes— se sitúe en cifras por encima del 2 % de forma suficientemente

constante. Por el momento, el mensaje sobre los tipos de interés oficiales es que no se prevén cambios que pudieran frenar el proceso de recuperación económica. Sin embargo, los programas de compra de activos parecen caminar lentamente hacia su desactivación y no es descartable que un giro de expectativas pudiese abrir la puerta a una normalización gradual de los tipos de interés. De este modo, la comunicación de los bancos centrales con los mercados (*forward guidance*) adquiere una importancia si cabe todavía mayor en la gestión del canal de expectativas dentro del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

El hecho es que, desde que la Fed anunció su nueva estrategia en 2020 –mayor flexibilidad pero también mayor incertidumbre–, han aumentado las expectativas de inflación de los agentes económicos y ello ha repercutido decisivamente en la subida de la rentabilidad del bono a diez años de Estados Unidos. El efecto de este cambio de estrategia de la política monetaria sobre las rentabilidades en el mercado de bonos se analiza en el artículo de JOSÉ RAMÓN DÍEZ GUIJARRO, a partir de tres factores: las previsiones de inflación, la prima por plazo y los tipos de interés reales. Bajo una serie de supuestos, basados en la capitalización de expectativas para los tipos de interés a corto de los próximos diez años, a la que se suma el nivel esperado de la prima por plazo, se puede evaluar el “nivel de llegada” del bono a diez años. Sus estimaciones sitúan la tasa interna de rendimiento de este bono en un valor de equilibrio entre el 2,25 % y el 2,60 %, claramente por encima de los valores actuales, pero lejos de una zona que pudiera generar perturbaciones sobre la estabilidad financiera. En suma, el cambio de estrategia de la Fed ya está teniendo efectos sobre las expectativas de inflación y sobre la prima por plazo, lo que unido al aumento de los tipos de interés reales estaría explicando el movimiento alcista de las rentabilidades de la deuda pública de Estados Unidos. Ello vendría a demostrar que la mayor flexibilidad de la política monetaria estaría facilitando el cumplimiento del objetivo de inflación sin afectar negativamente a la estabilidad financiera.

La publicación por parte de la Autoridad Bancaria Europea de los resultados de los test de estrés del sector bancario, todavía bajo los efectos económicos de la pandemia de COVID-19, pone de relieve que la banca europea presenta suficiente resiliencia para afrontar escenarios tan adversos e improbables como los contemplados en los ejercicios realizados. Precisamente, como señalan SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ en su artículo, ese es el objetivo de los test de estrés: contemplar cómo se

reaccionaría ante lo inesperado para anticipar si alguna entidad debe reforzar sus niveles de solvencia. Los escenarios dibujados para España son especialmente duros, pero aunque los ratios de recursos propios de las entidades de mayor tamaño son algo más bajas que la media europea, factores como la fortaleza del modelo minorista de negocio y la diversificación geográfica sustentan una menor pérdida de capital en el escenario adverso. Igual que sucede en el entorno europeo, el impacto sobre la banca mediana podría ser algo mayor, pero como los niveles de capitalización son, en general, más elevados, la solvencia final también sería mayor. En todo caso, la banca española debe culminar el refuerzo de su solvencia para llegar con más holgura a 2022. Si bien la recuperación puede favorecer un crecimiento del crédito, la retirada de los mecanismos de protección adoptados para mitigar los efectos de la pandemia es muy posible que genere aumentos de la morosidad que habrá que saber gestionar.

También en 2022 el Banco Central Europeo (BCE) liderará las primeras pruebas de resistencia orientadas a la evaluación de los riesgos relacionados con el cambio climático. Dichos riesgos –tanto los físicos asociados a fenómenos climáticos adversos, como los derivados de la transición hacia una economía baja en carbono– pueden tener un impacto tanto en el rendimiento financiero como en la solvencia de las entidades bancarias, de modo que resulta necesario evaluar su capacidad de resistencia en el caso de que los riesgos se materialicen. Aunque no está previsto, de momento, que los test de riesgo climático tengan implicaciones sobre los requerimientos de capital, su implementación servirá para aproximar la capacidad de resistencia del sector bancario para enfrentar escenarios de tensión climática. El ejercicio piloto *top-down* realizado por el BCE revela que el riesgo climático es también un riesgo sistémico, especialmente en aquellos bancos que concentran mayores exposiciones a sectores y territorios más vulnerables. El artículo de ÁNGEL BERGES y JESÚS MORALES se muestra partidario de este tipo de pruebas y propone su integración junto con los test de estrés convencionales, de modo que se puedan contemplar en un mismo ejercicio todas las vulnerabilidades relevantes, así como sus interrelaciones.

Una de las novedades principales de Basilea III, tras las graves secuelas de la crisis financiera iniciada en 2008, fue el establecimiento de un sistema de colchones de capital sobre los requisitos mínimos de solvencia de los bancos, con los que poder hacer frente a distintos tipos de riesgo. En una situación de crisis como la derivada de la pandemia de COVID-19,

los reguladores han permitido a los bancos operar temporalmente por debajo del nivel de capital establecido en colchones como el de conservación de capital o el contracíclico. Incluso les han animado a utilizar dichos colchones. Sin embargo, los bancos se han mostrado reacios a dejar caer sus colchones de capital. El artículo de JAMIER RESTOY y ÁNGEL BERGES presenta un modelo en el que se formulan algunas hipótesis que explicarían ese comportamiento de las entidades bancarias. Los resultados muestran que la principal razón es el denominado efecto estigma: una señal negativa que podría dar lugar a una penalización en su valoración de mercado. Ahora bien, si la reducción de la ratio de capital fuese en paralelo con una reducción, a su vez, del requisito regulatorio correspondiente y se mantuviese por tanto el margen sobre este, la penalización se vería en gran parte neutralizada. En consecuencia, una posible reforma del sistema actual podría ir encaminada a requerimientos ajustables ante situaciones o perturbaciones determinadas. En tales casos, exigir menores niveles de capital tendría mayor efecto que animar a las entidades a su utilización.

El artículo que cierra este número de *Cuadernos de Información Económica* analiza la trayectoria de las exportaciones y las importaciones españolas de bienes tras la crisis de la COVID-19. Su rápida y vigorosa recuperación abre el interrogante de si estamos únicamente ante un simple efecto de compensación, tras la interrupción de los flujos comerciales en 2020, o si, por el contrario, se están produciendo cambios significativos en el patrón de comercio exterior español. El trabajo de RAMON XIFRÉ detecta la estabilidad de los superávits comerciales con los demás países de la Unión Europea que contrasta con el creciente deterioro de los déficits con el resto del mundo. Sin embargo, al desagregar por tipos de producto e indagar en los cambios que se han producido, se observa que la mayor contribución a la mejora del saldo no energético corresponde, en primer lugar, al capítulo de alimentación, y especialmente en los flujos con los países de fuera de la Unión Europea, y en segundo lugar, a determinadas manufacturas que en algunos casos aumentan su superávit y en otros reducen su déficit. Son indicios de cambio estructural, pero habrá que esperar a los próximos meses, cuando la recuperación se consolide, para ver si se confirma la tendencia que marcan los datos actuales.



# El repunte de la inflación y su impacto

Raymond Torres\*

**El incremento de los precios de todo tipo de recursos naturales y de suministros y componentes tecnológicos, como consecuencia de los efectos contractivos de la pandemia sobre la oferta de ambos y de la recuperación posterior de la demanda global, ha generado un aumento de los costes de producción que se traslada finalmente a la inflación general de la economía. Sin embargo, por el momento se trata de una repercusión limitada, como revela la trayectoria reciente del índice de inflación subyacente. Pero las presiones inflacionistas ejercen un efecto negativo sobre la recuperación económica por cuanto merman la capacidad de compra de los hogares y comprimen los resultados de las empresas. Y factores como la duración del *shock* de costes externos y de los cuellos de botella en semiconductores, así como la posibilidad de que las expectativas se desanden, generando revisiones de precios y salarios, podrían alterar las perspectivas actuales sobre la evolución de la inflación. En este sentido, el papel de los bancos centrales y su credibilidad serán determinantes para mantener los precios en niveles de estabilidad.**

Desde el comienzo del año, los precios se incrementan a un ritmo acelerado tanto en España como en la mayoría de las economías avanzadas. El IPC deja atrás las tasas negativas registradas durante la pandemia para superar los objetivos fijados por los bancos centrales. En este contexto, y ante el vuelco de expectativas que se vaticina, fruto de la escalada de los precios de la electricidad y de la intensificación de los cuellos de botella generados por la escasez de suministros, algunos destacados analistas (véase Summers, 2021) incluso pronostican el retorno de la inflación como uno de los principales desafíos para la política económica, quebrando la senda de “gran moderación” registrada en lo que llevamos de siglo.

El objetivo de este artículo es, tras un breve repaso de los principales factores del repunte de los precios registrado hasta la fecha, examinar su impacto macroeconómico y para la política económica con especial énfasis en el caso de España.

## El actual repunte de los precios

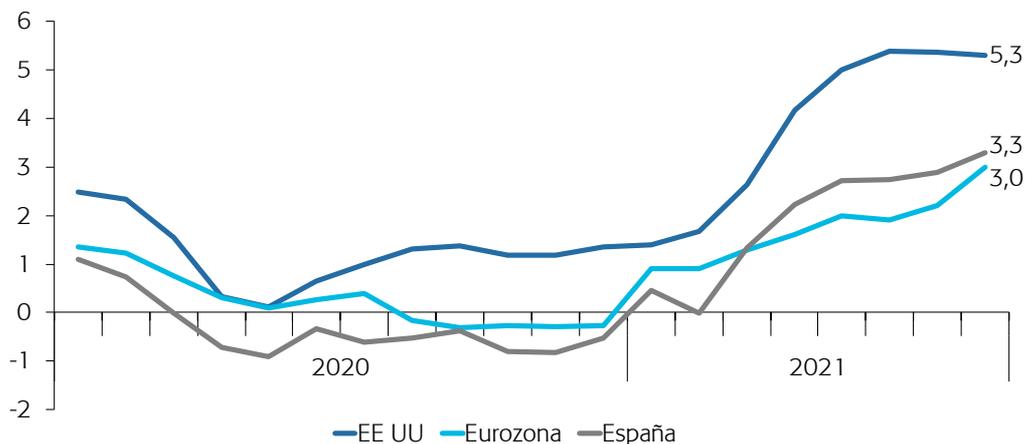
La variación interanual del índice de precios al consumo (IPC) ha seguido una senda creciente desde el inicio del año. En el caso de España, el IPC ha pasado de valores negativos en febrero hasta el 3,3 % en agosto (gráfico 1). El resultado ha sido

\* Funcas.

Gráfico 1

## IPC

(Tasa de variación interanual, en porcentaje)



Fuentes: BCE e institutos estadísticos nacionales.

similar en el resto de la eurozona, y por ejemplo en Alemania el incremento interanual del IPC roza el 4 % según los últimos datos disponibles. Mientras tanto EE. UU. registra una tasa superior al 5%.

Estos resultados son todavía moderados con respecto al periodo de fuerte inflación de los años setenta (en España, el IPC alcanzó su cota máxima en agosto de 1977, con un 28,4 %). Son también ligeramente inferiores a los niveles de inflación observados durante la etapa de expansión que precedió la crisis

financiera. Sin embargo, la excepcionalidad reside en la combinación de tensiones crecientes sobre los precios y el mantenimiento de tipos de interés próximos a cero, o incluso negativos en los tramos a corto plazo (cuadro 1) (véase Borio, 2021).

Estas tensiones reflejan principalmente factores de oferta, y en especial un ciclo de encarecimiento de todo tipo de recursos naturales y de suministros como consecuencia de la pandemia. El índice interanual de los metales se ha incrementado un

Cuadro 1

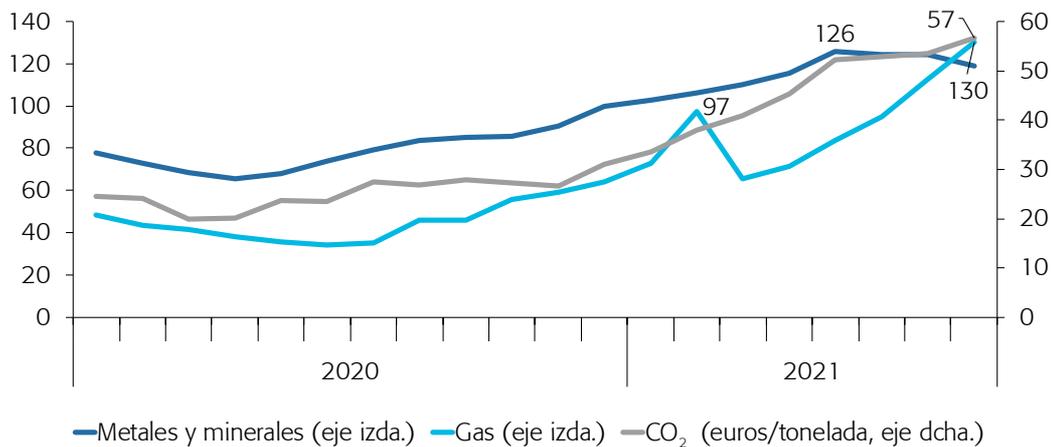
## Tipos de interés durante periodos de tensiones inflacionarias

	Media 2003-2007	Julio 2008	Noviembre 2011	Agosto 2021
<b>España</b>				
Tipo de interés	4,0	5,9	4,0	1,4
IPC	3,2	5,3	3,5	3,2
Diferencia	0,8	0,6	0,5	-1,8
<b>Eurozona</b>				
Tipo de interés	4,4	5,5	4,0	1,3
IPC	2,1	3,9	3,0	3,0
Diferencia	2,3	1,6	1,0	-1,7

Nota: Los tipos de interés se refieren a los préstamos al sector privado no financiero con vencimientos superiores a un año.

Fuentes: BCE y Funcas

Gráfico 2

**Cotización mundial de recursos naturales y del CO<sub>2</sub> en la UE**(Base 100 en 2010 para los recursos naturales y euros/tonelada para el CO<sub>2</sub>)

Fuentes: Banco Mundial y Ember.

26 % en lo que va de año, y el de los productos alimentarios un 14,4 %. La energía también se dispara, con un alza del 35 %, especialmente en el segmento del gas, cuyo precio se ha más que duplicado (gráfico 2).

Este ciclo alcista refleja, en primer lugar, el carácter abrupto de la recuperación mundial. Durante el “gran confinamiento” la oferta se contrajo en sectores clave como el de componentes tecnológicos. En el caso de los recursos naturales, el declive de la capacidad productiva que venía produciéndose como consecuencia de la infra inversión, se agudizó durante la pandemia. En este contexto de oferta limitada, el súbito vuelco de la demanda mundial de bienes a partir del cuarto trimestre de 2020, liderado primero por China y más tarde por EE. UU., ha generado problemas de abastecimiento y retrasos en el transporte internacional de mercancías. Todo ello redundaba en un encarecimiento de los suministros importados.

En segundo lugar, la pandemia ha acelerado transformaciones estructurales que la precedían, como la digitalización o la transición energética. Con la alteración en las pautas de consumo y de organización del trabajo (auge del comercio en línea, recurso al teletrabajo, etc.), la demanda de

productos digitales se ha disparado a través del planeta. De manera similar, los planes de estímulo, en consonancia con la toma de conciencia de las consecuencias del cambio climático, hacen hincapié en las energías renovables y la descarbonización de la economía. El precio del CO<sub>2</sub> se ha duplicado en lo que va de año (gráfico 2). Esta transición también contribuye a explicar el incremento de la demanda de metales, como el cobre, el cobalto, el manganeso o el litio.

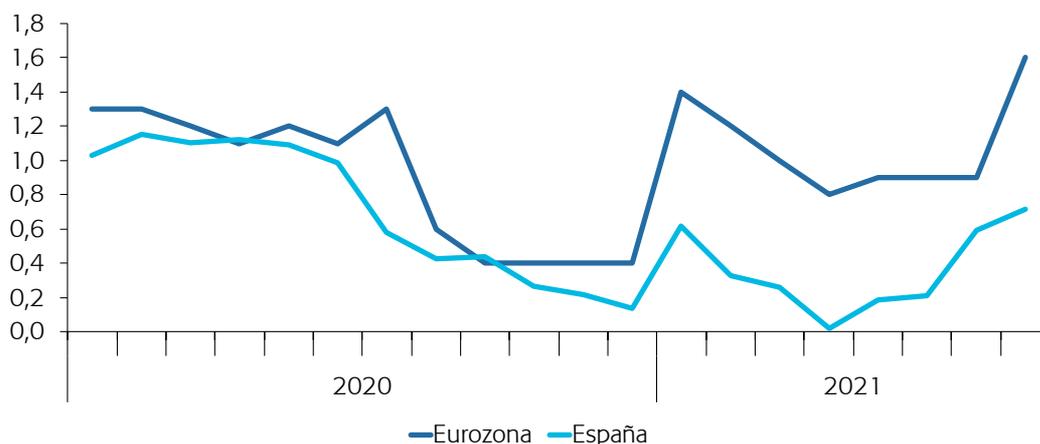
*Las tensiones en los mercados de recursos naturales, productos energéticos y componentes tecnológicos se han trasladado a los costes de producción. El índice PMI de precios de compra en la industria alcanzó en mayo el nivel 80, rozando el máximo de la serie. En el caso de los servicios, los precios de compra también se encarecen, aunque con retraso respecto a la industria (PMI de 61).*

Las tensiones en los mercados de recursos naturales, productos energéticos y componentes tecnológicos se han trasladado a los costes de producción (gráfico 2). Según la encuesta de gestores de compra para España, el indicador de costes de

Gráfico 3

**IPC subyacente**

(Tasa de variación interanual, en porcentaje)



Fuentes: INE y Eurostat.

producción industrial, que se situaba en terreno negativo a finales de 2020, apunta a una presión creciente (el índice PMI de precios de compra en la industria alcanzó en mayo el nivel 80, rozando el máximo de la serie que arranca a finales de los 90). En el caso de los servicios, los precios de compra también se encarecen, aunque con retraso respecto a la industria (PMI de 61). Los precios industriales, por su parte, continúan su escalada: en agosto los precios energéticos se incrementaron a una tasa interanual del 41,6% y los industriales no energéticos lo hicieron el 8,4 %.

## El impacto en la inflación subyacente y en la recuperación económica

El alza de costes de producción se traslada al IPC, pero solo parcialmente, de momento. El componente energético del índice repunta con intensidad, hasta más del 14 % en mayo en comparación con un año antes. Descontando el efecto escalón, que se produce por la anómala depresión de los precios durante el confinamiento, la tendencia sigue siendo alcista: desde enero, el IPC energético se incrementa a un ritmo mensual cercano al 1 % en valor promedio.

Sin embargo, los otros componentes del índice apenas se resienten (gráfico 3). Excluyendo los productos energéticos, el IPC se mantiene por debajo del 1 % anual, apenas dos décimas por encima del registro de finales de 2020. El IPC de bienes se sitúa en valores incluso inferiores, lo que significa que los productores no parecen estar trasladando el incremento de costes a sus tarifas de facturación, asumiendo una compresión de los márgenes. Asimismo, los servicios no presentan de momento síntomas claros de inflación.

*El alza de costes de producción se traslada al IPC, pero solo parcialmente. Excluyendo los productos energéticos, el IPC se mantiene por debajo del 1 %, apenas dos décimas por encima del registro de finales de 2020. El IPC de bienes se sitúa en valores incluso inferiores, lo que significa que los productores no parecen estar trasladando el incremento de costes a sus tarifas de facturación, asumiendo una compresión de los márgenes.*

Otros indicadores también avalan una repercusión limitada del alza de costes externos sobre los precios internos. Por ejemplo, en el primer trimestre

## Cuadro 2

## Impacto del repunte de IPC en 2021

	Antes del repunte de IPC	Tras el repunte de IPC	Diferencia (m.m. euros)
Hogares			
Renta disponible real (variación en %)	1,8	0,9	-7,5
Ahorro embalsado (% de la RDB 2020)	8,2	8,0	-0,6
Empresas no financieras			
Costes energéticos (% del VAB)	5,9	6,4	11,3

Nota: para la metodología, ver el texto.

Fuente: Funcas.

el deflactor del PIB mantuvo su senda de crecimiento contenido en el entorno del 1 % anual.

Los salarios evolucionan dentro de la misma tónica de moderación. Tanto el índice de costes salariales como los convenios pactados desde inicios de año muestran incrementos inferiores a los registrados durante el periodo de inflación nula. El resultado es una pérdida de poder adquisitivo, especialmente para los hogares más desfavorecidos, por la elevada incidencia del gasto energético y en alimentos.

En suma, de momento no se puede hablar de inflación ni en España ni el resto de la eurozona, sino de un incremento de precios de bienes esencialmente importados. Éste se asimila a un *shock* de oferta externo, que resta ingresos reales a las empresas, vía el estrechamiento de márgenes, y a las familias, que pierden poder adquisitivo. Es por ello que, una mayoría de analistas pronostica que el *shock* será transitorio. La situación difiere al otro lado del Atlántico, donde se pueden apreciar señales más tangibles de inflación subyacente. En algunos segmentos del mercado laboral, se aprecian tensiones y un repunte de costes laborales que hacen temer un episodio inflacionario más persistente que en Europa.

En cualquier caso, las presiones inflacionarias ejercen un efecto negativo sobre la recuperación. El *shock* de costes energéticos merma la capacidad

*De momento no se puede hablar de un aumento generalizado de la inflación ni en España ni el resto de la eurozona, sino de un incremento de precios de bienes esencialmente importados. Éste se asimila a un shock de oferta externo, que resta ingresos reales a las empresas, vía el estrechamiento de márgenes, y a las familias, que pierden poder adquisitivo. Por ello, una mayoría de analistas pronostica que el shock será transitorio.*

de compra de los hogares a la vez que erosiona el valor real del sobreehorro generado por la crisis pandémica. En el caso de España, se estima una pérdida de poder adquisitivo de las familias cercana a 8.100 millones de euros<sup>1</sup> (cuadro 2). En cuanto a las empresas, el efecto es mayor, por el peso elevado en su cuenta de resultados de los suministros cuyos precios se incrementan. Así pues, los excedentes de las empresas no financieras se reducirían en al menos 11.300 millones de euros como consecuencia del *shock* de costes<sup>2</sup>. Naturalmente, las

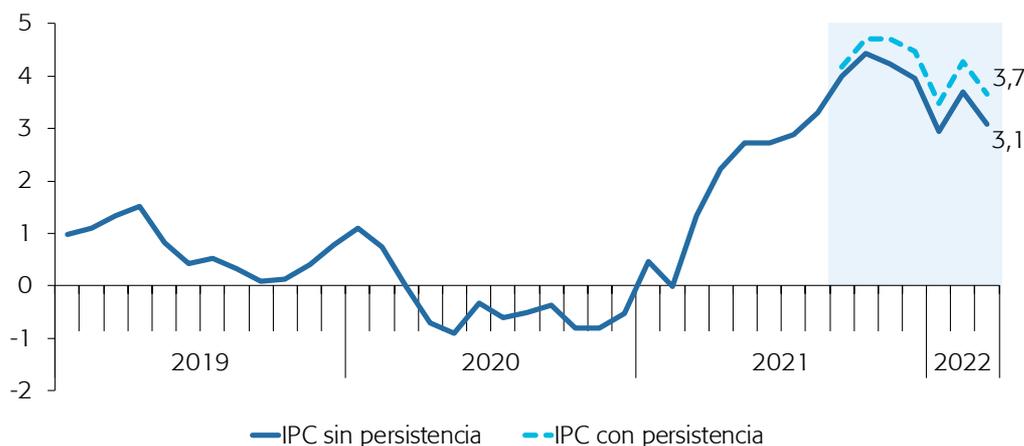
<sup>1</sup> Esta estimación se deriva de la diferencia de IPC entre el inicio del año y el mes de septiembre, que se aplica a la renta disponible de los hogares (efecto flujo) y al sobreehorro acumulado durante la crisis (efecto *stock*).

<sup>2</sup> El resultado coincide con el incremento de costes energéticos como consecuencia del encarecimiento de los precios registrado desde el inicio del año.

Gráfico 4

### Previsión de IPC con o sin persistencia del incremento de precios eléctricos

(Tasa de variación interanual, en porcentaje)



*Nota:* el escenario sin persistencia se basa en la hipótesis de una reducción de los precios eléctricos del 15 % de aquí a finales de año. El otro escenario supone precios eléctricos constantes.

*Fuente:* Funcas.

empresas podrían incrementar sus tarifas de venta para compensar el estrechamiento de los márgenes, pero eso solo agravaría la pérdida de poder adquisitivo registrada por los hogares.

del BCE en 2022. No obstante, estas previsiones se basan en hipótesis de moderación de las tensiones sobre los costes de producción.

## Perspectivas de futuro y desafíos para la política económica

Si bien de momento la inflación subyacente se mantiene en cotas reducidas, las perspectivas podrían cambiar en función de tres consideraciones. En primer lugar, el *shock* de costes externos podría durar más de lo previsto. La transición energética requiere ajustes por un tiempo prolongado, intensificando la escasez de ciertos insumos, y presionando sobre los precios energéticos. En el caso de España, Funcas prevé que el IPC siga incrementándose hasta superar el 4 % durante el otoño, antes de emprender una senda decreciente a medida que el *shock* se diluye; sin embargo, si los mercados energéticos se mostraran menos benévolos, el impacto sería significativamente mayor (gráfico 4). Las previsiones para la eurozona obedecen a la misma lógica de un impacto transitorio: según el consenso, la inflación debería situarse de nuevo por debajo del objetivo

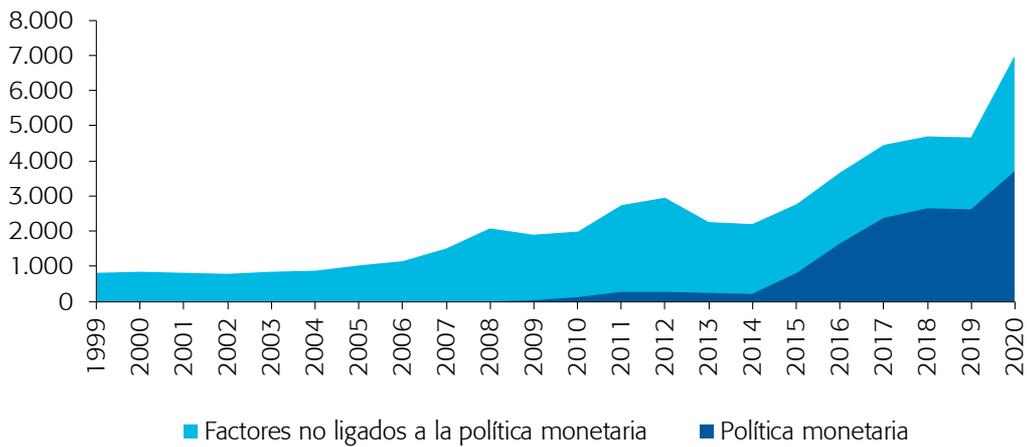
*Si bien de momento la inflación subyacente se mantiene en cotas reducidas, factores como la duración del shock de costes externos y de los cuellos de botella en semiconductores, así como la posibilidad de que las expectativas se desanclen, generando revisiones de precios y salarios, podrían alterar las perspectivas actuales sobre la evolución de la inflación.*

Por otra parte, los cuellos de botella en el sector de semiconductores podrían perdurar, al menos hasta que las iniciativas recientes de expansión de la capacidad productiva surtan sus efectos (plan norteamericano de reactivación del sector, por un monto de 30.000 millones de dólares; proyecto de creación de una planta de fabricación en Alemania; nuevas inversiones en las plantas existentes en Asia).

Gráfico 5

**Balance consolidado del BCE**

(Miles de millones de euros)



Fuente: BCE.

En segundo lugar, las empresas podrían compensar el alza de costes incrementando sus precios de venta. Sin duda, el actual entorno competitivo actúa como dique de contención. Pero este podría ceder si las empresas competidoras se orientaran en la misma dirección, desencadenando un bucle de alza de precios.

De manera similar, los asalariados podrían reclamar compensaciones para frenar la pérdida de poder adquisitivo. Mucho depende de la posición negociadora frente a las empresas. En EE. UU., esta reivindicación podría resultar exitosa en los sectores de alta tecnología y de servicios, donde escasea la mano de obra. En España, con una tasa de paro todavía superior al 16 %, la perspectiva de una mayor presión salarial es improbable para el mercado laboral en su conjunto, pero la situación es distinta en otros países que comparten la moneda común. Por ejemplo, en Alemania y Francia algunas empresas de restauración no encuentran personal cualificado, mientras que la construcción —uno de los sectores más favorecidos por la recuperación en marcha— se enfrenta a una escasez crónica de especialistas. Tales presiones acabarían por contagiarse a toda la eurozona. De momento, el desempleo y la inactividad se sitúan por encima de los valores prepandemia,

evidenciando un importante margen de capacidad productiva ociosa (salvo efecto histéresis).

Finalmente, las expectativas juegan un papel fundamental, tanto o más que los factores de oferta antes señalados. Según el Banco Internacional de Pagos (BIS, 2021), los agentes toman sus decisiones de precios y salarios en base a la anticipación de una inflación baja. Estas expectativas son fruto de la credibilidad de la política monetaria, cosechada durante los años 80 tras el pulso mantenido contra el “régimen” de inflación alta. Sin embargo, si las expectativas se desanclan, la inflación podría salir de su larga hibernación y cronificarse en torno a valores más elevados de los registros de las últimas décadas.

Una de las claves de las políticas desinflacionistas aplicadas por las economías avanzadas en los años ochenta estriba en la desvinculación de los bancos centrales con respecto a la política presupuestaria. Anteriormente, era bastante común que los Estados consiguieran financiación directa, mediante avances de tesorería y otras inyecciones de liquidez. A raíz del giro monetarista, los bancos centrales pasaron a centrarse en la misión de estabilidad financiera, abocando los Estados a financiarse en los mercados, principalmente mediante la emisión de títulos

de deuda pública. Fruto de la separación estricta entre política monetaria y fiscal, los bancos centrales ganaron credibilidad, facilitando la desescalada de las expectativas de inflación. El reverso de la medalla fue el incremento abrupto de tipos de interés registrado en los años de transición hacia una inflación baja, algo que pesó sobre la actividad y el empleo.

Hoy por hoy, la autonomía de los bancos centrales se mantiene intacta gracias a los textos normativos. Por ejemplo, el Tratado que establece el BCE acota la posibilidad de monetización del déficit público. En la práctica, sin embargo, el *mix* de políticas se ha alterado como consecuencia de la instrumentación de un arsenal de medidas monetarias no-convencionales, que resultaron ser necesarias para sacar a las economías avanzadas de la crisis financiera, como la compra de bonos públicos en los mercados secundarios o el mantenimiento de tipos de intervención negativos. Si bien estos instrumentos son consistentes con el marco legal que garantiza la autonomía del banco central, su mantenimiento durante un largo periodo ha tenido efectos colaterales que, *de facto*, condicionan el manejo de la política monetaria: *zombificación* de empresas que sobreviven al calor de los tipos de interés reducidos, débiles incentivos para contener los desequilibrios presupuestarios durante la época de expansión, y alteración de la estructura de tipos de interés, dificultando la asignación de recursos hacia los sectores más productivos. La crisis pandémica ha obligado a intensificar el uso de instrumentos no-convencionales, sin los cuales los Estados no hubieran podido financiar el esfuerzo de protección del tejido productivo.

La mayor coordinación en la práctica entre instrumentos monetarios y fiscales ha sido, por tanto, una decisión acertada, ante la severidad de la crisis y la necesidad de evitar un hundimiento de la economía. Sin embargo, también se estrecha el margen de maniobra de la política monetaria ante un hipotético episodio inflacionista (gráfico 5). En la eurozona, por ejemplo, un endurecimiento de las condiciones monetarias encarecería la financiación de la deuda pública y abocaría a los Estados, especialmente los más endeudados, a importantes ajustes fiscales que sin duda frenarían la

recuperación. Las empresas zombis, por su parte, desaparecerían en un periodo breve, provocando una súbita degradación de los balances de las entidades financieras. Finalmente, con la salida del programa de compra de deuda pública y de otros estímulos, aflorarían las carencias de la unión monetaria. Esta sigue siendo incompleta, pese a las prometidas reformas como el seguro de depósitos europeo. El Plan europeo *Next Generation EU*, al centrarse esencialmente en la transformación de la economía europea, no podría tomar el relevo de la política monetaria ni jugar un papel suficientemente estabilizador. El riesgo de fragmentación financiera, por tanto, se elevaría, y con él la prima de riesgo que pesa sobre las economías más endeudadas, como la española.

En este contexto, los bancos centrales se enfrentarían a un difícil dilema en caso producirse un verdadero episodio de inflación. Sin duda tenderían a mostrarse prudentes en su reacción, porque buena parte de la economía depende del mantenimiento de tipos de interés reducidos. Pero los bancos centrales también tienen que mantener su compromiso de estabilidad monetaria, que pasa entre otras cosas por la independencia con respecto a la política fiscal, so pena de desancorar las expectativas.

De momento los mercados no perciben ese riesgo de dominación fiscal: el rendimiento de la deuda pública ha repuntado, así como las expectativas de inflación implícitas en los *swaps*, pero el ajuste parece leve, sin duda por la credibilidad acumulada a lo largo de los años.

En suma, los principales bancos centrales del mundo desarrollado consideran que el actual episodio inflacionista es transitorio, y que por tanto no exige un cambio de rumbo de su política monetaria (véase BCE, 2021). Y es cierto que el incremento del IPC registrado en los últimos meses refleja esencialmente el encarecimiento de los recursos naturales, de los productos energéticos y de los suministros tecnológicos, como consecuencia del carácter súbito y simultáneo de la recuperación mundial. Así pues, de momento, la elevación de esos costes de producción no estaría generando un bucle inflacionista de precios y salarios internos, ni en España ni el resto de

la eurozona. Sin embargo, de cara al futuro, un desanclaje de las expectativas no se puede descartar: todo depende de la duración del episodio de elevación de costes y sobre todo de la percepción por parte de los mercados del grado de dependencia de los bancos centrales con respecto a la política fiscal de los Estados. Una dependencia fiscal considerada como excesiva reduciría la credibilidad del objetivo de estabilidad financiera, y dificultaría el control de la inflación ante *shocks* de costes como el actual. Todo ello pone en evidencia la necesidad para los bancos centrales de operar una salida ordenada de su política monetaria ultraexpansiva, a medida que la recuperación vaya ganando fuerza.

## Conclusión

En suma, el repunte de los precios se debe a factores externos que hoy por hoy no han desencadenado un proceso de inflación, al menos en Europa y sobre todo en España, donde el paro elevado y

la capacidad ociosa actúan como dique de contención. De cara al futuro, sin embargo, la duración del episodio de elevación de costes y la credibilidad de la independencia de los bancos centrales con respecto a los Estados serán determinantes para evitar un desanclaje de expectativas.

## Referencias

- BCE (2021). *Macroeconomic projections*. September 2021. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>
- BIS (2021). *Informe anual*. Bank for International Settlements (BIS).
- BORIO, C. (2021). Navigating by  $r^*$ : safe or hazardous? Bank for International Settlements (BIS). <https://www.bis.org/speeches/sp210915.htm>
- SUMMERS, L. (2021). The inflation risk is real. <http://www.larrysummers.com>



# El nuevo *look* del BCE

Erik Jones\*

**El Banco Central Europeo (BCE) anunció en julio los resultados de la revisión de su estrategia de política monetaria. Como aspecto destacado, el Consejo de Gobierno ha definido un objetivo de inflación simétrico del 2 %. No obstante, la forma en que los responsables de la política monetaria reaccionan ante las desviaciones de su objetivo no es simétrica. La nueva estrategia prevé también incluir en un futuro la vivienda en régimen de propiedad en el cálculo de la inflación. La estrategia introduce tres limitaciones a la capacidad de maniobra del Consejo de Gobierno: la primera se deriva de la “proporcionalidad de sus decisiones y de los posibles efectos indirectos”; la segunda es la necesidad de mantener el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria; y la tercera responde a la necesidad de mantener la estabilidad financiera. Por último, la nueva estrategia pone el foco en los tipos de interés oficiales y dice menos sobre el uso de otros instrumentos no convencionales, como las compras directas de activos y las *TLTRO*. La distinción entre estos instrumentos es importante, porque la lógica de su recalibración puede diferir y por su influencia en la proporcionalidad de las actuaciones monetarias. Lagarde puede haber cumplido su promesa de transformar la forma de llevar a cabo la política monetaria, pero la prueba de fuego será la retirada en un futuro de sus instrumentos de política monetaria no convencionales.**

Cuando Christine Lagarde tomó el relevo de Mario Draghi como presidenta del Banco Central Europeo (BCE) en septiembre de 2019, prometió que cambiaría la forma de operar del banco y su comunicación con el mundo exterior. Ha tardado

casi dos años en cumplir su promesa, debido en gran medida a la pandemia de la COVID-19, pero en el verano de 2021 estaba ya preparada para desvelar el nuevo *look* del BCE. Los resultados de la revisión de la estrategia se hicieron públicos el 8 de

\* Director del Centro Robert Schuman de Estudios Avanzados en el Instituto Universitario Europeo. Profesor de Estudios Europeos y Economía Política Internacional en la Escuela de Estudios Internacionales Avanzados Johns Hopkins (en excedencia).

julio<sup>1</sup> y la primera reunión del Consejo de Gobierno con las nuevas normas se celebró apenas dos semanas después.

Para la mayoría de los observadores, no obstante, la magnitud del cambio se hizo evidente durante la conferencia de prensa celebrada el 22 de julio<sup>2</sup>. En ella, Lagarde expuso los resultados de la reunión del Consejo de Gobierno empleando un lenguaje y un formato que se apartaban radicalmente de la tradición. En el posterior turno de preguntas, los periodistas trataron de concretar las implicaciones de las palabras de la presidenta, a pesar de que esta había expresado su esperanza de que su mensaje fuera claro. En la conferencia de prensa del 9 de septiembre, el nuevo estilo de comunicación resultaba ya más familiar<sup>3</sup> y se hacía evidente que el BCE de Lagarde es ahora muy diferente.

---

*El nuevo look del BCE será probablemente más transparente y con mayor rendición de cuentas, pero también más predecible y lento en sus movimientos. Lagarde resumió el nuevo enfoque como “pulso firme” y “paciencia para conseguir confianza”. Lo que está aún por ver es si este enfoque se mantiene suficientemente flexible para responder a unas circunstancias que pueden ser rápidamente cambiantes.*

---

La nueva forma de adoptar y comunicar la política monetaria del BCE se caracteriza por tres rasgos. El primero es la definición de la estabilidad de precios y el enfoque que los responsables de la política monetaria deben adoptar para tratar de alcanzar este objetivo. El segundo es la vinculación entre los tipos

de interés y las compras de bonos, o entre los instrumentos y planteamientos de política monetaria convencionales y menos convencionales. Y el tercero es la estructura de las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, que comprende tanto las explicaciones sobre el modo en que los datos económicos se traducen en actuaciones de política como el lenguaje en que se formulan estas explicaciones. Lógicamente, este último elemento incluye también el control sobre los mensajes emitidos por la presidencia del BCE y por otros miembros del Consejo de Gobierno.

Contemplados en su conjunto, estos aspectos indican que el nuevo *look* del BCE con Lagarde será probablemente más transparente y con mayor rendición de cuentas, pero también más predecible y lento en sus movimientos. En su conferencia de prensa del 22 de julio, Lagarde resumió el nuevo enfoque como “pulso firme” y “paciencia para conseguir confianza<sup>4</sup>”. Lo que está aún por ver es si este enfoque se mantiene suficientemente flexible para responder a unas circunstancias que pueden ser rápidamente cambiantes. La liquidez de los bancos centrales generada durante la crisis económica y financiera mundial, la crisis de la deuda soberana europea y la pandemia de la COVID-19 pueden traducirse en una inflación acelerada de precios y salarios, de modo que este nuevo marco de la política monetaria puede verse muy pronto puesto a prueba.

## Cumplir el mandato

La estrategia de política monetaria anunciada el 8 de julio contiene varias novedades<sup>5</sup>. El Consejo de Gobierno tendrá un objetivo simétrico de inflación

<sup>1</sup> La conferencia de prensa en la que se anuncia la nueva estrategia puede encontrarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.sp210708~ab68c3bd9d.en.html>.

<sup>2</sup> La conferencia de prensa sobre la política monetaria de 22 de julio de 2021 está disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.es.html>.

<sup>3</sup> La conferencia de prensa sobre la política monetaria del 9 de septiembre de 2021 puede encontrarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.es.html>.

<sup>4</sup> Véase nuevamente: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html>.

<sup>5</sup> La declaración oficial sobre la nueva estrategia de política monetaria en: [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.es.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.es.html)

esperada a medio plazo del dos por ciento anual, en lugar del antiguo objetivo asimétrico que definía la estabilidad de precios como “cerca, pero por debajo del 2 %”. La distinción es sutil. El nuevo objetivo no define la estabilidad de precios como la existencia de una tasa de inflación del 2 % anual o el 2 % más o menos una determinada variación fija al alza o a la baja, sino que describe las condiciones en las que se alcanzará la “estabilidad de precios” como objetivo de política. De ello se infiere que la cifra real de inflación no constituye una medida del éxito de la política. La inflación real podrá ser superior o inferior al 2 % anual, dependiendo de las circunstancias. Con tal de que la inflación esperada se aproxime al objetivo, el Consejo de Gobierno estará cumpliendo su mandato.

---

*La cuestión es cuándo comenzará el Consejo de Gobierno a aumentar sus tipos oficiales para aproximarlos más a la normalidad. Con la nueva estrategia, esta recalibración sólo puede comenzar a producirse cuando haya signos claros de que las tasas de inflación se están acelerando de forma suficientemente constante como para superar el objetivo del 2 % a medio plazo.*

---

El objetivo de inflación es simétrico. Esto significa que el Consejo de Gobierno debe preocuparse tanto si la inflación es demasiado alta como si es demasiado baja. El motivo es asegurar en todo momento un margen de inflación positivo. Una tasa de inflación demasiado baja presiona a la baja los salarios y estos, a su vez, los tipos de interés, lo que limita la capacidad de maniobra de los responsables de la política monetaria. Por otro lado, los tipos de interés excesivamente elevados tienden a acelerarse, al trasladarse a las negociaciones salariales y la fijación de precios. Esta simetría de repercusiones explica la relación entre un objetivo prospectivo y la estabilidad de precios. En la medida en que los operadores económicos anticipen que el margen de inflación se mantendrá positivo y constante, dejarán a su vez espacio suficiente para que los operadores respondan frente a cualquier desviación en el sector

privado y para que las autoridades monetarias reaccionen a los excesos.

No obstante, la forma en que los responsables de la política monetaria reaccionan a las desviaciones de su objetivo no es simétrica. Por el contrario, el enfoque frente a este objetivo es sensible a los retos a los que se enfrentan los responsables de la política monetaria cuando sus tipos oficiales principales se aproximan a cero, lo que permite excederlo en cierta medida al reaccionar frente a tasas de inflación sistemáticamente bajas. La idea es que los responsables de la política monetaria tendrán que ser más agresivos cuando sus instrumentos sean menos efectivos. Luego, una vez recuperado el margen positivo de inflación, podrán recalibrar su enfoque para centrarse más estrictamente en el objetivo. En este sentido, la capacidad de los responsables de la política monetaria para corregir el rumbo es mayor en entornos con niveles de inflación más altos que con más bajos.

La nueva estrategia modifica también la medida de la inflación. En un futuro, las estadísticas incluirán las variaciones de los precios de la vivienda en régimen de propiedad. El objetivo es que el índice de precios de consumo represente mejor el impacto sobre los hogares. De este modo, el objetivo de la estabilidad de precios se aproximará más a lo que realmente experimentan los consumidores. Esto debería hacer más transparentes las actuaciones del Consejo de Gobierno, aunque la transparencia será siempre limitada. El nuevo índice continuará reflejando las condiciones globales del conjunto de la unión monetaria, que no corresponde a la realidad de los hogares concretos, y continuará habiendo variaciones de comportamiento en torno a la media. Lo que sí hará este cambio es eliminar una parte del sesgo estructural de esa varianza para que los hogares de los países con incrementos de precios de la vivienda en propiedad sistemáticamente mayores perciban sistemáticamente menos desventajas de la política monetaria común.

La nueva estrategia comenzó a aplicarse desde el momento de su anuncio, aunque no simultáneamente en todos sus aspectos. La modificación del objetivo y del enfoque tienen efecto inmediato, mientras que la revisión de la cesta de precios

deberá esperar hasta que las autoridades estadísticas europeas y nacionales puedan establecer medidas normalizadas con las que elaborar el índice armonizado. La presidenta Lagarde dejó claro en su conferencia de prensa del 22 de julio que este ajuste estadístico es una prioridad política tanto para el BCE como para la Comisión Europea, que alberga la oficina de estadística europea, Eurostat<sup>6</sup>. El diseño, la recogida y la comprobación de los nuevos datos llevará un tiempo, y entre tanto el Consejo de Gobierno analizará los distintos índices de la inflación de precios de la vivienda como una de las diversas fuentes de información sobre la evolución de los precios en la zona del euro.

La estrategia introduce tres limitaciones a la capacidad de maniobra del Consejo de Gobierno. La primera se deriva de la “proporcionalidad de sus decisiones y de los posibles efectos indirectos”<sup>7</sup>. La idea es que la búsqueda de la estabilidad de precios no debe perjudicar innecesariamente a la economía real, concretamente al crecimiento y al empleo, y no debe imponer tampoco costes financieros indebidos a los ahorradores y los inversores. Esta es una limitación blanda, en la medida en que este análisis se integra regularmente en la elaboración de la política monetaria, especialmente a la hora de evaluar la necesidad de las actuaciones concretas de política.

Las otras dos limitaciones son más estrictas. La primera de ellas es la necesidad de mantener el funcionamiento del “mecanismo de transmisión de la política monetaria”, que es el conjunto de canales financieros a través de los cuales se trasladan las decisiones de política monetaria a la actividad económica. El BCE no podría utilizar este instrumento para conducir la economía si se rompe el mecanismo de transmisión. La segunda limitación estricta es la necesidad de mantener la estabilidad de precios. La nueva estrategia resalta que “la estabilidad financiera es una condición indispensable para la estabilidad de precios”<sup>8</sup>. Esto es cierto no

solo porque no hay ningún mecanismo de transmisión monetaria cuando el sistema financiero está en riesgo de colapso, sino también porque un colapso del sistema financiero tiende a propagarse rápidamente a la economía real. Por tanto, el Consejo de Gobierno sólo puede cumplir su mandato si el sistema financiero es estable y el mecanismo de transmisión monetaria funciona.

## Calibrar los instrumentos

La nueva estrategia monetaria pone el foco en los tipos de interés oficiales. Esto incluye el tipo de depósito pagado a los bancos por mantener el exceso de reservas en el BCE (facilidad de depósito), el tipo principal de refinanciación cobrado a los bancos comerciales que toman dinero prestado del BCE para cubrir sus necesidades de mantenimiento de la liquidez (operaciones principales de refinanciación) y el tipo marginal de crédito cobrado a los bancos que necesitan tomar fondos adicionales para cubrir sus necesidades durante el período de mantenimiento de la liquidez (facilidad marginal de crédito). Estos son instrumentos ordinarios de la política monetaria que los bancos centrales utilizan en situación de normalidad para conducir la economía, aumentando o reduciendo el tipo de depósito para cambiar los incentivos a los bancos comerciales para que mantengan un exceso de liquidez y moviendo los tipos de préstamo para influir en el coste del endeudamiento y, por tanto, el coste que los bancos nos trasladan cuando pedimos un préstamo.

Actualmente, los niveles de estos instrumentos no responden al patrón normal. El tipo de la facilidad de depósito es negativo, por lo que actúa como un impuesto sobre el exceso de reservas, en lugar de una forma de remuneración. El tipo principal de refinanciación es cero, pero los bancos prácticamente nunca acceden a él porque pueden obtener

<sup>6</sup> Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html>.

<sup>7</sup> La cita está tomada de la declaración oficial: [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.es.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.es.html)

<sup>8</sup> Las citas de este párrafo están tomadas de la declaración oficial: [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.es.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.es.html)

Cuadro 1

**Tipos de interés básicos del BCE**

(En porcentaje)

Facilidad de depósito	-0,50
Operaciones principales de refinanciación	0,00
Facilidad marginal de crédito	0,25
Fecha del último ajuste del tipo de interés	18 de septiembre de 2019

Fuente: BCE.

liquidez más barata entre ellos, pues las entidades con exceso de liquidez pagan así menos impuestos por sus tenencias. Y aunque la facilidad marginal de crédito continúa siendo positiva, se utiliza con aún menor frecuencia (cuadro 1).

La cuestión es cuándo comenzará el Consejo de Gobierno a aumentar sus tipos oficiales para aproximarlos más a la normalidad. Esto supondría un tipo de depósito cero o positivo y los dos tipos de crédito claramente por encima de cero. Con la nueva estrategia, esta recalibración sólo puede comenzar a producirse cuando haya signos claros de que las tasas de inflación se están acelerando de forma suficientemente constante como para superar el objetivo del 2 % a medio plazo. Explicar este panorama corresponde a las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), no a la calibración de la política: explican a los participantes en el mercado cómo prever un cambio de política, en lugar de indicar a los responsables de la política en qué medida deben modificar la configuración de sus instrumentos. En consecuencia, la decisión efectiva de reajustar los instrumentos se producirá en algún momento futuro. Cuando el Consejo de Gobierno debatió este punto en la reunión de política monetaria de julio, las principales cuestiones giraron en torno a cuándo y cómo reconocerían los responsables de las políticas que había llegado el momento de actuar.

La nueva estrategia dice menos sobre el uso de otros instrumentos de política, como las compras directas de activos o las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO*). Estos son los instrumentos desarrollados

por el Consejo de Gobierno cuando los tipos de interés se aproximaban al límite inferior de cero. Su objetivo es hacer frente a las limitaciones con que operan los responsables de la política monetaria. Las operaciones de refinanciación a plazo más largo se crearon inicialmente para mantener la estabilidad financiera. Las compras directas de activos tenían el mismo objetivo y, además, garantizaban el funcionamiento continuado del mecanismo de transmisión de la política monetaria. El uso de estos instrumentos aumentó durante la pandemia, cuando los gobiernos de los países de la eurozona trataban de contener las consecuencias económicas de los confinamientos y las prolongadas exigencias de distanciamiento social. Su utilización ha sido drástica, con más de 4 billones de euros de compras directas desde 2015 (cuadro 2).

*Lagarde admitió que las cuestiones reales sobre el PEPP no se abordarán hasta diciembre. Este será también el momento en que el Consejo de Gobierno debatirá el futuro del programa de compras de activos en general y de las TLTRO.*

La distinción entre instrumentos estándar y menos convencionales es importante en la nueva estrategia porque la lógica de la recalibración de estos instrumentos puede ser diferente. Por ejemplo, la elevación de los tipos de interés dependerá de que el Consejo de Gobierno consiga el objetivo de estabilidad de precios. Por su parte, la recalibración de las compras de activos en el marco del “programa de compras de emergencia frente a la

## Cuadro 2

**Tenencias del Eurosistema en los programas de compras de activos**

(Miles de millones de euros)

Programa de compras de activos ( <i>APP</i> )	3.038,6
Bonos de titulización de activos	28,3
Bonos garantizados	293,8
Renta fija privada	287,2
Títulos públicos (incluida deuda pública)	2.429,3
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia ( <i>PEPP</i> )	1.341,8
<b>Total compras de activos (<i>APP</i> más <i>PEPP</i>)</b>	<b>4.380,4</b>

Fuente: BCE

pandemia" (*PEPP*) refleja el final de la emergencia derivada de la pandemia gracias a la eficacia del programa de vacunación. Esta distinción es esencial en las decisiones de política monetaria adoptadas en septiembre, cuando el Consejo de Gobierno anunció una reducción del ritmo de sus compras en el marco del *PEPP* durante el cuarto trimestre de 2021, pese a reconocer estar aún lejos de la consecución de su mandato<sup>9</sup>.

*En relación con las tasas de inflación, centrarse en el momento actual puede introducir demasiada volatilidad en la política monetaria, lo que, a su vez, debilita su orientación al medio plazo. Pero centrarse en el futuro puede reducir la capacidad de respuesta y dañar así la credibilidad de la política monetaria.*

La distinción entre instrumentos estándar y no estándar es importante también para interpretar la proporcionalidad de las actuaciones monetarias. En la conferencia de prensa del mes de julio se preguntó a Lagarde cómo defendería al BCE frente a la acusación de que sus compras de activos durante la pandemia constituyen una financiación monetaria

del déficit público. Su respuesta fue rechazar la premisa: dada la escala de la crisis económica, "había que hacer lo que había que hacer"<sup>10</sup>. Las salvaguardas frente a la financiación monetaria podrán aplicarse cuando pase la crisis. A este respecto, la "proporcionalidad" de las actuaciones del Consejo de Gobierno opera en ambos sentidos.

El reto de utilizar instrumentos de política monetaria por diferentes razones es mantener la coherencia de la acomodación o el endurecimiento monetarios. El *PEPP* puede estar diseñado para responder a las especiales circunstancias creadas por la pandemia, pero las compras de activos adicionales están teniendo, en cualquier caso, un impacto sobre las expectativas de inflación del mercado. Por consiguiente, la retirada de estas compras tendrá un impacto inverso. El Consejo de Gobierno puede considerar la reducción del ritmo de compras anunciada en septiembre como una "recalibración", en palabras de Lagarde, pero los participantes en el mercado seguirán contemplándolo como un (ligero) endurecimiento monetario.

Explicar la lógica específica de la decisión es también un reto. Ya en julio, los periodistas preguntaban a Lagarde por los "conocimientos sobre pandemias" del Consejo de Gobierno<sup>11</sup>; planteada nuevamente

<sup>9</sup> Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.es.html>.

<sup>10</sup> Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html>

<sup>11</sup> Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html>

la cuestión en septiembre, Lagarde giró el foco hacia el momento en que “la economía se habrá recuperado de modo que se habrá reabsorbido el impacto a la baja de la pandemia sobre nuestras perspectivas de inflación<sup>12</sup>”. A continuación, admitió que las cuestiones reales sobre el PEPP no se abordarán hasta diciembre. Este será también el momento en que el Consejo de Gobierno debatirá el futuro del “programa de compras de activos” en general y las *TLTRO*. En otras palabras, mientras que la reunión de julio se centró estrictamente en la nueva estrategia sobre los tipos de interés, el Consejo de Gobierno de diciembre pondrá su atención en estos instrumentos menos convencionales.

## Gestionar las expectativas y controlar el mensaje

La comunicación del BCE con los mercados es otra herramienta de la política monetaria, en la medida en que desempeña un papel esencial en configurar las expectativas del mercado. La nueva estrategia complica ligeramente esta comunicación. El problema no es identificar el objetivo numérico, sino ponerlo en relación con los datos macroeconómicos y explicar cómo influye la variación de esos datos en los cambios de los instrumentos de política. Veamos tres ejemplos, todos ellos relacionados con el uso de los tipos de interés oficiales: la identificación del “medio plazo”, la evaluación de los cambios en las expectativas y la tolerancia del “rebasamiento”, en particular cuando los responsables de la política monetaria parten de tipos de interés próximos al límite inferior de cero.

La identificación del medio plazo resulta difícil porque entran en juego previsiones oficiales, estudios de analistas profesionales e indicadores de mercado. Cuando el Consejo de Gobierno deliberaba sobre el modo de comunicar este concepto al

mercado en su reunión de política de julio de 2021, el economista jefe, Philip Lane, propuso una prueba triple: la inflación debe alcanzar el objetivo bastante antes del final del periodo de la previsión oficial, debe ser “duradera” y debe reflejarse en los movimientos subyacentes de las partes más estables del índice de precios (es decir, las que excluyen la energía y los alimentos). Aunque los miembros del Consejo de Gobierno aceptaron en general esta formulación, se mostraron divididos respecto a si debe ponerse la atención más cerca del momento actual, sobre las tasas de inflación reales, o más hacia el futuro, sobre las tasas esperadas a más largo plazo. El problema es que centrarse en el momento actual puede introducir demasiada volatilidad en la política monetaria, lo que, a su vez, debilita su orientación al medio plazo. Por su parte, centrarse en el futuro puede reducir la capacidad de respuesta y dañar así la credibilidad de la política<sup>13</sup>.

Vincular el medio plazo al periodo de previsión ofrece un compromiso entre las posiciones a más corto o más largo plazo. No obstante, este compromiso introdujo ambigüedad. Al exponer Lagarde la prueba triple de Lane durante la conferencia de prensa de julio, los periodistas insistieron inmediatamente en preguntarle qué quería decir el Consejo de Gobierno al referirse a la duración del periodo de previsión y cuánto tiempo antes de ese término debía la inflación converger hacia el objetivo. En ese momento, Lagarde tuvo que admitir (respondiendo a dos preguntas diferentes) que el periodo de previsión tenía diferente duración dependiendo del momento del año. Al inicio del año natural, el periodo de previsión contempla los tres años siguientes; a mitad del año natural, contempla únicamente dos años y medio<sup>14</sup>. Lógicamente, parece más razonable esperar cambios de política en respuesta a las proyecciones de diciembre (que añaden un año al periodo de previsión) que en alguna de las reuniones que se celebran entre las previsiones, como la de octubre. Esto llevó a un periodista

<sup>12</sup> Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.en.html>

<sup>13</sup> El acta de la reunión de julio de 2021 puede encontrarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2021/html/ecb.mg210826~16a0691c87.en.html>

<sup>14</sup> Véase la conferencia de prensa de 22 de julio: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html>

## Cuadro 3

**Proyecciones de inflación de los expertos del BCE**

(En porcentaje de variación anual)

	Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)		IAPC menos energía, alimentos y variaciones de impuestos indirectos	
	Septiembre 2021	Junio 2021	Septiembre 2021	Junio 2021
2021	2,2	1,9	1,2	0,9
2022	1,7	1,5	1,4	1,2
2023	1,5	1,4	1,5	1,4

Fuente: BCE.

a preguntar qué debatirá el Consejo de Gobierno cuando se reúna en esa fecha<sup>15</sup>.

La forma en que el BCE evaluará las expectativas de inflación y la tolerancia frente al desbordamiento fueron también áreas de ambigüedad. Aunque el Consejo de Gobierno tiene una nueva estrategia, continúa sujeto a los mismos datos para captar el ánimo del mercado. Cuando los periodistas confrontaron a Lagarde, en su conferencia de prensa de septiembre, con los movimientos de indicadores concretos, incluido uno que había sido calificado por el anterior presidente, Mario Draghi, como especialmente importante en 2014, Lagarde respondió que “dependemos de los datos para determinar nuestra política, pero queremos contemplar una gama completa de estos datos<sup>16</sup>”. La presidenta dijo algo parecido sobre “ver más allá” de las actualmente elevadas tasas de inflación, tanto en el conjunto de la zona del euro como en algunos de sus mayores Estados miembros (cuadro 3).

Las últimas proyecciones muestran que la inflación real está rebasando ya el objetivo. No obstante, la inflación subyacente se mantiene contenida. Lagarde señaló varias razones por las que el ritmo de aumento de los precios se ralentizará probablemente durante los próximos dos años. Estos argumentos no están universalmente aceptados.

Sabemos por las actas de la política monetaria de la reunión de julio, por ejemplo, que hay miembros del Consejo de Gobierno preocupados por la posibilidad de que se produzca un rápido aumento de la inflación.

*El mensaje sobre los tipos de interés es claro, pero el futuro de las compras de activos y otros instrumentos no convencionales es menos cierto. Lagarde ha cumplido su promesa de transformar la forma de llevar a cabo la política monetaria del BCE. Cuando toque retirar en un futuro estos instrumentos no convencionales, su nueva estrategia afrontará la primera prueba de fuego.*

Lagarde se negó a entrar en el debate. En su lugar, admitió que puede haber percepciones diferentes a los argumentos que ella expone: “ciertamente, en muchos países de la eurozona la gente está viendo que suben los precios y lo está notando<sup>17</sup>”. También admitió que el Consejo de Gobierno debe prepararse para realizar ajustes si cambian las circunstancias. Esta es una línea de razonamiento normal, pero se encuadra dentro de una mayor apertura al desacuerdo, tanto en el seno del Consejo de Gobierno como externamente.

<sup>15</sup> Véase la conferencia de prensa de 9 de septiembre: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.en.html>

<sup>16</sup> Véase nuevamente: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.en.html>

<sup>17</sup> Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.en.html>

En la conferencia de prensa de julio, Lagarde admitió que había voces discrepantes. Hacia el final del encuentro, incluso invitó a los periodistas a investigarlas e informar de lo que consideren relevante. Esto se produjo en el periodo previo a la reunión de septiembre. Con la nueva estrategia de comunicación de Lagarde, no está claro que estas voces discrepantes marcaran una gran diferencia.

## **“La señora no está retirando los estímulos”**

El nuevo *look* del BCE con la presidenta Lagarde parece revelar una mayor confianza en su capacidad de explicar y defender su estrategia monetaria. El juego de palabras con la famosa frase de Margaret Thatcher (“La señora no va a cambiar el rumbo”) en

su respuesta a los periodistas en la conferencia de prensa del 9 de septiembre reviste mayor importancia por su alusión a la política de convicción de la Dama de Hierro que por lo que nos dijo sobre el futuro de la compra de activos. Pese a las inevitables ambigüedades, también parece que Lagarde es más eficaz a la hora de comunicar la estrategia. No obstante, aún es pronto para saberlo. El mensaje sobre los tipos de interés es claro, pero el futuro de las compras de activos y otros instrumentos menos convencionales es menos cierto. Las grandes cuestiones se decidirán en la reunión de política monetaria de diciembre de 2021. Lagarde ha cumplido su promesa de transformar la forma de llevar a cabo la política monetaria del BCE. Cuando toque retirar en un futuro estos instrumentos de política monetaria no convencionales, su nueva estrategia afrontará la primera prueba de fuego.



# Nueva estrategia de política monetaria de la Fed: ¿puede la flexibilidad tener un coste en términos de estabilidad financiera?

José Ramón Díez Guijarro\*

**En el último año, la Reserva Federal (Fed) y el Banco Central Europeo han revisado su estrategia de política monetaria, tratando de ajustar el objetivo y las herramientas a los cambios estructurales experimentados por la economía desde finales del pasado siglo. Este proceso de adaptación se ha traducido en mayor flexibilidad para encajar el doble mandato de estabilidad de precios y financiera a la nueva realidad económica, aumentando la simetría del objetivo de inflación. Se trata de transmitir a los mercados financieros que la tolerancia en las desviaciones respecto al objetivo es la misma en ambos sentidos y, de paso, aumentar los grados de libertad para gestionar el complejo proceso de normalización monetaria de los próximos años. Pero la flexibilidad en política monetaria casi siempre se termina reflejando en un aumento de las primas que exigen los inversores para cubrirse de aumentos inesperados de la inflación, como los que se están produciendo a ambos lados del Atlántico en los últimos meses. En este contexto, la pregunta es cómo han digerido los mercados financieros americanos los cambios de estrategia anunciados en EE. UU. el pasado año, en un contexto tan complejo como el actual, y si se detecta algún riesgo potencial sobre la estabilidad financiera.**

## **Evolución del mercado de bonos desde agosto de 2020**

En el análisis de los posibles efectos del cambio de estrategia de la Reserva Federal (Fed), la deuda soberana debería ocupar una especial atención. En primer lugar, por ser el activo más sensible por el

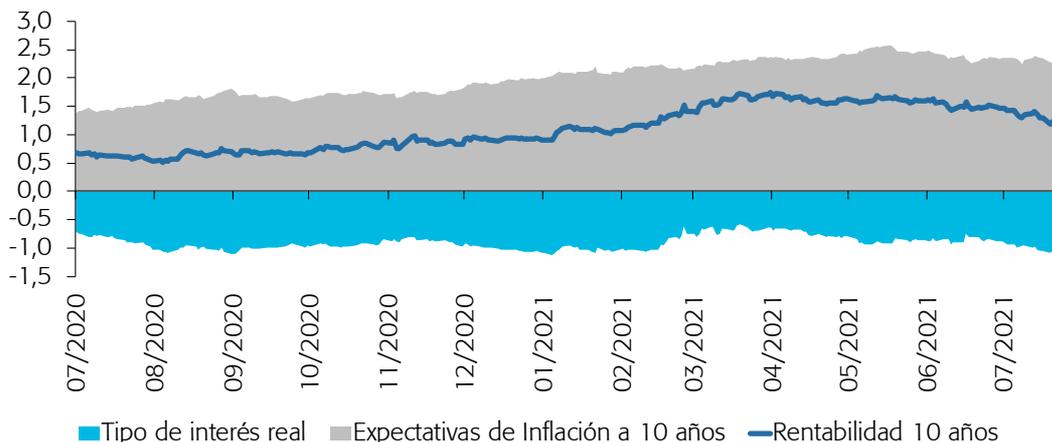
efecto directo que la instrumentación de la política monetaria tiene sobre él, al ser las decisiones sobre tipos de interés a corto plazo y los programas de compra centrados en bonos, las principales herramientas utilizadas por la Fed. También por tratarse de uno de los mercados más líquidos y eficientes a la hora de cotizar cambios en las perspectivas

\* Caixabank Research y CUNEF.

Gráfico 1

**Tipo del bono a diez años de EE. UU.**

(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

económicas. Finalmente, por el impacto que tiene sobre la estabilidad financiera, al ser su cotización una referencia para la formación de precios de otros activos financieros (por ejemplo, deuda privada, *equity*, etc.)

Por ello, es pertinente analizar cuáles pueden ser los factores a través de los que el cambio de estrategia comentado afectaría al mercado de bonos soberanos y cuál podría ser su impacto final. Revisando cómo ha respondido el mercado de deuda pública tras un año de haberse aprobado este cambio y, posteriormente, analizando, desde una perspectiva más teórica, de qué modo una medida de este tipo podría influir.

Desde que la Reserva Federal efectuó el anuncio del cambio de estrategia en agosto de 2020, la rentabilidad del bono a diez años de EE. UU. ha subido algo más de 50 puntos básicos (pb), siendo algo menor el movimiento en los plazos medios, con el bono a cinco años aumentando 40 pb (gráfico 1). Este incremento llegó a ser muy superior si consideramos los máximos alcanzados en el mes de mayo, cuando llegó a acumular un ascenso de un punto porcentual. El repunte de rentabilidades se debió, especialmente, al aumento de las expectativas de inflación, pues la tasa de inflación cotizada por el bono

a diez años llegó a alcanzar un máximo del 2,57 % frente al 1,75 % que se descontaba previamente. La rentabilidad del bono, en términos reales, también aumentó en el período analizado, pero de forma considerablemente más contenida (desde -1,0 % hasta -0,83 %). Es decir, casi el 83 % del movimiento de la TIR del bono hasta mayo se explicó por el aumento de las previsiones de inflación, mientras si ampliamos el análisis hasta septiembre, prácticamente la totalidad de la subida vendría justificada por el componente asociado a las perspectivas de inflación, ya que el tipo de interés real ha cedido entre agosto de 2020 y septiembre de 2021 unos 10 pb, tomando la cotización del bono indexado a la inflación como *proxy* del tipo de interés real.

**¿Cómo ha afectado el cambio de estrategia a la subida de rentabilidades?**

Siendo ésta la evolución registrada en el último año, lo complicado es discernir qué parte de ese aumento de las perspectivas de inflación se ha debido al cambio de estrategia de política monetaria, teniendo en cuenta los numerosos factores que pueden haber influido en las mismas en los últimos meses, desde las sorpresas

en los datos de inflación hasta los anuncios de los planes fiscales con sus potenciales efectos expansivos en la demanda agregada.

Para ello, es esencial considerar cuáles son los componentes que comprenden la rentabilidad nominal de un bono. Estos son de forma sintética dos:

$$I_t = \pi_t + R_t \quad [1]$$

Siendo:

$I_t$  el tipo de interés nominal en  $t$ .

$\pi_t$  la inflación esperada en  $t$ .

$R_t$  el tipo de interés real en  $t$ .

Sin embargo, la inflación cotizada por el mercado y los tipos de interés reales no sólo reflejan las expectativas sobre la inflación y el crecimiento o las condiciones de liquidez del mercado, sino que también incorporan una compensación/prima por los riesgos asociados al comportamiento futuro de estas variables (podríamos llamarlo prima por el error de previsión). Por tanto, la ecuación anterior podría reformularse del siguiente modo:

$$I_t = (\pi_t + P_{\pi}) + (R_t + P_{RT}) \quad [2]$$

Siendo:

$P_{\pi}$ : la prima incorporada a las previsiones de inflación.

$P_{RT}$ : la prima incorporada al tipo de interés real.

La suma de las primas de estos dos componentes del tipo de interés nominal es lo que se conoce como prima por plazo, pudiéndose reescribir la anterior ecuación de esta manera:

$$I_t = \pi_t + R_t + (P_{\pi} + P_{RT}) \quad [3]$$

$I_t = \pi_t + R_t + \text{Prima por plazo}$

Empezando por el primero de los componentes, es decir, con *la inflación prevista*, lo lógico es pensar que el cambio de estrategia de la Reserva Federal debería tener un efecto estructural claramente alcista sobre la rentabilidad nominal del bono, al ser más tolerante ahora con una tasa de inflación por encima

del objetivo del 2 %. El problema es que, desde que se anunció la nueva estrategia, se han acumulado sorpresas alcistas en los datos de inflación en EE. UU. (especialmente en el segundo trimestre de 2021), además de otros factores (planes fiscales expansivos, anuncios de las vacunas, etc.) que pueden dificultar aislar su efecto sobre las expectativas de inflación. En este sentido, quizás el período de menor volatilidad desde el anuncio del cambio de estrategia de la Fed fue el comprendido entre agosto y noviembre de 2020. Centrándonos en ese intervalo de tiempo, si utilizamos una medida de largo plazo como la tasa de inflación esperada por el mercado dentro de nueve años, se confirma, como puede verse en el gráfico 2, una reacción inicial intensa de la inflación esperada hacia niveles más acordes a los que se registraron entre 2015 y finales de 2017. Por tanto, con la escasa información todavía disponible, se puede señalar que la Fed está consiguiendo revertir, desde el verano de 2020, la tendencia a la baja de la inflación esperada a largo plazo.

Finalmente, hay otros elementos que nos llevan a pensar que el cambio de estrategia ha podido tener ya un impacto sobre las expectativas de consumidores, empresarios e inversores. Así, las encuestas efectuadas por la Reserva Federal entre distintos agentes económicos muestran perspectivas de una mayor inflación a medio plazo, en este caso de manera mucho más marcada, debido a la acumulación de sorpresas alcistas en el comportamiento de la cesta de precios en los últimos meses que han situado la inflación por encima del 5 %.

---

*Con la escasa información todavía disponible, se puede señalar que la Fed está consiguiendo revertir, desde el verano de 2020, la tendencia a la baja de la inflación esperada a largo plazo.*

---

Un segundo componente que también tendría una repercusión alcista sobre la rentabilidad del bono es la *prima por plazo cotizada* porque, posiblemente, el precio a pagar por el banco central por tener un mayor margen de actuación y una estrategia de política monetaria más flexible será un aumento de la incertidumbre percibida por los agentes económicos.

Gráfico 2

**Inflación anual cotizada dentro de nueve años**

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg Data.

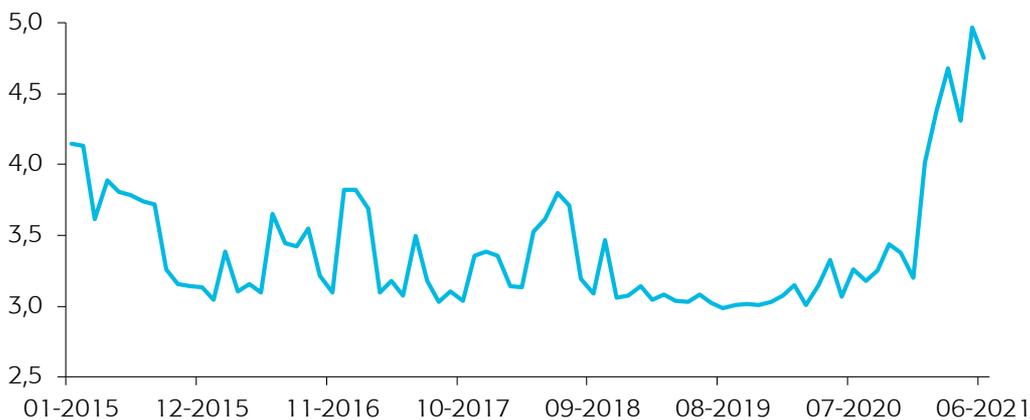
El hecho de que el objetivo de inflación en el nuevo marco de actuación de la Fed se base en un análisis de las tasas realmente registradas (*data dependent*), en lugar de una inclinación más preventiva centrada en previsiones, y la falta de concreción sobre el periodo de referencia que se va a utilizar para calcular la inflación media y verificar el

cumplimiento del nuevo objetivo, pueden generar mayores dosis de incertidumbre en la instrumentación de la política monetaria. Por tanto, a cambio de mayor flexibilidad, la sensación es que se asumen más riesgos, lo que debería implicar un aumento de la prima por plazo que se les exigiría a los bonos.

Gráfico 3

**Expectativas de inflación a tres años de los consumidores**

(En porcentaje)



Fuente: Reserva Federal de Nueva York.

Gráfico 4

### Prima por plazo del bono a diez años de EE. UU.

(En porcentaje)



Fuente: Reserva Federal de San Francisco.

A este respecto, desde que la Reserva Federal aprobó su nueva estrategia, se ha producido un aumento de dicha prima por plazo<sup>1</sup> del bono a diez años, desde niveles de -0,45 puntos porcentuales (pp) hasta incluso superar en el segundo trimestre los 0,70 pp (0,35 pp en la actualidad) (ver gráfico 4).

*Desde que la Reserva Federal aprobó su nueva estrategia, se ha producido un aumento de la prima por plazo del bono a diez años, desde niveles de -0,45 puntos porcentuales hasta incluso superar en el segundo trimestre los 0,70 pp (0,35 pp en la actualidad).*

En la misma línea, según un artículo publicado por el FMI (Adrian *et al.*, 2021) en el mes de abril en el que analizaba el motivo del repunte registrado por la rentabilidad nominal del bono de EE. UU. hasta el mes de marzo, el aumento de la inflación implícita a cinco años reflejaba un incremento tanto de

la inflación esperada como de las primas de riesgo de inflación, casi a partes iguales. Es decir, el ascenso de la prima por plazo tuvo buena culpa del repunte de la rentabilidad registrado en los primeros meses del año. Evidentemente, ello ha podido deberse a un escenario económico complejo y volátil, pero también a la mayor incertidumbre que siempre conlleva una estrategia de política monetaria más flexible, al menos mientras los mercados se van adaptando a los cambios.

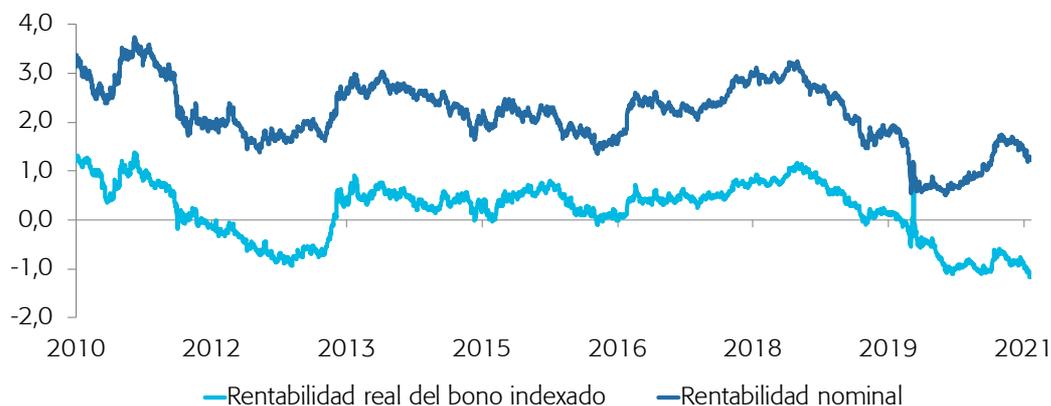
Finalmente, el tercer componente sería el *tipo de interés real*. En este caso, no está tan claro cuál puede ser el efecto final sobre el precio de los bonos porque, por un lado, la nueva estrategia debería favorecer un aumento de las perspectivas de crecimiento, lo que conllevaría un tipo de interés real más elevado, pero, por otro lado, existen numerosos factores que, en los últimos años, han ejercido una clara presión a la baja sobre el tipo de interés de equilibrio como, por ejemplo, el envejecimiento

<sup>1</sup> El modelo para el cálculo de la prima por plazo de la rentabilidad del bono del Tesoro de Jens H. E. Christensen y Glenn D. Rudebusch (CR) descompone la curva de rendimiento nominal en tres componentes: expectativas futuras de tipos de interés a corto plazo, una prima por plazo que mide la aversión de los inversores de mantener bonos a vencimiento más largo y un modelo residual.

Gráfico 5

### Rentabilidad del bono a diez años de EE. UU.

(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

de la población, el aumento global del ahorro o unos niveles de inversión pública y privada muy reducidos.

significativa en 2013 (ver gráfico 5). En particular, las rentabilidades reales volvieron a situarse por encima del 0 % (actualmente en -1,17 %) y, lo que es más importante, se mantuvieron durante los siguientes seis años prácticamente todo el tiempo en territorio positivo, con un promedio del 0,5 %.

*Cabe esperar una subida de los tipos de interés reales en EE.UU. en los próximos meses, pero probablemente esa subida estará más ligada a la recuperación económica y a la previsible normalización de la política monetaria que al puro cambio de estrategia realizado por la Fed.*

La diferencia esta vez puede ser que, en la reunión de Jackson Hole en agosto, el presidente de la Fed ha anticipado el inicio del proceso de *tapering* hacia finales de este año o principios del año que viene, pero no percibe como inminente la necesidad de una subida de tipos de interés a corto plazo mientras el mercado laboral no se recupere completamente. Pero, sin entrar en el debate de si en 2021 se va a producir o no un nuevo *taper tantrum*, lo que nos enseña este episodio es que cuando una economía evoluciona con tasas de crecimiento económico y de inflación positivas, a la par que su banco central rebaja en algún grado su nivel de estímulo financiero, los tipos de interés reales deberían situarse, como poco, en territorio positivo. Que puedan volver a un nivel promedio entre 0,5 %-0,6 %, como el que se registró en el periodo posterior a la gran crisis financiera, sería razonable; aunque, viendo la evolución de los últimos meses y considerando que la nueva estrategia de la Reserva Federal implicará que la política monetaria sea muy acomodaticia,

La última vez que los tipos de interés reales fueron tan negativos (o casi) como actualmente fue a finales de 2012. Lo que ocurrió entonces, y conviene tener en cuenta, fue que se produjo lo que se llamó *taper tantrum* del mercado provocado por las declaraciones del entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, refiriéndose a la disposición del banco central a comenzar a reducir su programa de compra de activos en un futuro cercano (finalmente, no fue hasta la reunión de diciembre de 2013 cuando la Reserva Federal anunció una reducción del ritmo de sus compras) y a iniciar con mucha celeridad el proceso de subida de tipos de interés. El hecho fue que las rentabilidades tanto nominales como reales a largo plazo subieron de manera

Cuadro 1

**Estimación del tipo de equilibrio del bono a diez años americano**

(En porcentaje)

Tipo medio de la Fed próximos 10 años	Prima por plazo										
	-0,10	0,00	0,10	0,20	0,30	0,40	0,50	0,60	0,70	0,80	0,90
2,50	2,40	2,50	2,60	2,70	2,80	2,90	3,00	3,10	3,20	3,30	3,40
2,25	2,15	2,25	2,35	2,45	2,55	2,65	2,75	2,85	2,95	3,05	3,15
2,00	1,90	2,00	2,10	2,20	2,30	2,40	<b>2,50</b>	<b>2,60</b>	2,70	2,80	2,90
1,75	1,65	1,75	1,85	1,95	2,05	2,15	<b>2,25</b>	<b>2,35</b>	2,45	2,55	2,65
1,50	1,40	1,50	1,60	1,70	1,80	1,90	2,00	2,10	2,20	2,30	2,40
1,25	1,15	1,25	1,35	1,45	1,55	1,65	1,75	1,85	1,95	2,05	2,15
1,00	0,90	1,00	1,10	1,20	<b>1,30</b>	<b>1,40</b>	1,50	1,60	1,70	1,80	1,90
0,75	0,65	0,75	0,85	0,95	1,05	1,15	1,25	1,35	1,45	1,55	1,65
0,50	0,40	0,50	0,60	0,70	0,80	0,90	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40
0,25	0,15	0,25	0,35	0,45	0,55	0,65	0,75	0,85	0,95	1,05	1,15
0,00	-0,10	0,00	0,10	0,20	0,30	0,40	0,50	0,60	0,70	0,80	0,90

Fuente: Elaboración propia

manteniéndose elevados niveles de liquidez en el sistema, lo más probable es que la presión alcista sobre el tipo de interés real, aunque se produzca, no sea tan intensa como en el pasado. Por tanto, también cabe esperar una subida de los tipos de interés reales en los próximos meses, pero probablemente esa subida estará más ligada a la recuperación económica y a la previsible normalización de la política monetaria que al puro cambio de estrategia realizado por la Fed.

En definitiva, los tres factores comentados, es decir, las previsiones de inflación, la prima por plazo y el tipo de interés real, acabarán teniendo un efecto estructural al alza en las rentabilidades, especialmente de los plazos más largos. Aún es pronto para anticipar qué parte de ese aumento en los tipos de interés de las referencias más importantes de deuda pública americana se producirá por el cambio de estrategia de la política monetaria, pero con los datos de un período tan convulso como el de los últimos doce meses, ya se detecta un efecto al alza, tanto en la prima por plazo, como en la inflación esperada a largo plazo. Un efecto de momento moderado y, probablemente buscado por la Fed, consciente de

que, después de los acontecimientos de los últimos diez años, había que arriesgar para intentar anclar las expectativas de inflación más cerca del objetivo.

*Bajo una serie de supuestos, basados en la capitalización de expectativas para los tipos de interés a corto de los próximos diez años, a la que se suma un nivel esperado para la prima por plazo, el valor justo para la TIR a diez años se situaría en el rango 2,25%-2,60%, claramente superior a los niveles actuales. Pero ni mucho menos en una zona que pueda conllevar un importante aumento de la inestabilidad financiera.*

Finalmente, en este nuevo entorno, caracterizado por un nuevo marco de actuación de la Fed que debería tener implicaciones alcistas sobre las rentabilidades de la deuda soberana, parece interesante evaluar cuál podría ser su “nivel de llegada”, calculando el tipo de interés al que el bono soberano de EE. UU. a diez años se encuentra en su valor justo

o de equilibrio. Una manera de chequear si pueden existir riesgos para la estabilidad financiera.

Para ello se utiliza un modelo tradicional, basado en la capitalización de las expectativas para los tipos de interés a corto plazo de los próximos diez años, a la que se suma un nivel esperado para la prima por plazo. Los implícitos de la curva *call money swap* cotizan, en el momento actual, un tipo de interés medio de la Reserva Federal para los próximos diez años del 1 %. Parece lógico que, una vez se superen las actuales dudas del escenario, este tipo de interés se aproxime a niveles del 2 % (es una estimación conservadora, teniendo en cuenta que la Fed estima un tipo de interés tendencial del 2,5 %). En cuanto a la prima por plazo, también parece razonable pensar en un aumento para acercarse, al menos, a la zona del 0,6 %, por las razones que ya se han comentado. Bajo estos supuestos y según puede verse en el cuadro 1, el valor justo que obtendríamos para la TIR a diez años se situaría en el rango 2,25 %-2,60 %, claramente superior a los niveles actuales. Pero ni mucho menos en una zona que pueda conllevar un importante aumento de la inestabilidad financiera.

## Conclusiones

Del análisis del comportamiento del mercado de bonos en EE. UU. desde el verano de 2020 se deriva que el cambio de estrategia de la política monetaria en EE. UU. empieza a tener efecto tanto en las expectativas de inflación como en la prima por plazo. Lo que, unido al aumento de los tipos de interés reales, explicaría el movimiento alcista de las rentabilidades nominales de la deuda pública en EE. UU. en los últimos meses. Este movimiento se está produciendo de forma ordenada y, por tanto, refleja que esa ganancia de flexibilidad de la política monetaria, si se combina con una comunicación adecuada, puede facilitar el cumplimiento del objetivo de inflación y contribuir a salir de la trampa de liquidez en la que están inmersas muchas economías en los últimos años, sin tener que pagar un precio excesivo en términos de estabilidad financiera.

## Referencias

ADRIAN, T., GOEL, R., MALIK, S. y NATALUCCI, F. (2021). *IMF Blog: Understanding the Rise in Long-Term Rates*. April.

# Pruebas de esfuerzo y otros retos bancarios

*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández\**

**Las pruebas de esfuerzo a la banca realizadas por las autoridades europeas y publicadas el pasado 30 de julio mostraron que el sector bancario español presenta una elevada resiliencia ante escenarios adversos, incluso aunque los contemplados para España se encontraran entre los más duros del conjunto de la eurozona. Una apreciación general de estos ejercicios es que, aunque la banca española parte de niveles de solvencia más reducidos que el promedio europeo, el impacto final sobre su ratio de capital de primera categoría (CET1) es menor. En todo caso, la transición hacia un entorno regulatorio aún más exigente de solvencia (con la aplicación, entre otros, de los colchones de capital del Pilar 2) augura que en los próximos años las instituciones bancarias españolas tendrán que continuar con el reforzamiento de sus recursos propios. Asimismo, en las pruebas de esfuerzo del futuro se incluirán exigencias sobre blanqueo de dinero y fraude y, progresivamente, sobre financiación sostenible. A estas presiones regulatorias hay que añadir la prolongación de un entorno monetario extremadamente flexible que no resulta favorable para los márgenes bancarios. Por otro lado, el proceso de cambio tecnológico y la creciente sensibilidad en cuestiones relativas al negocio bancario imponen la necesidad de redoblar los esfuerzos para cuidar y fomentar su imagen social.**

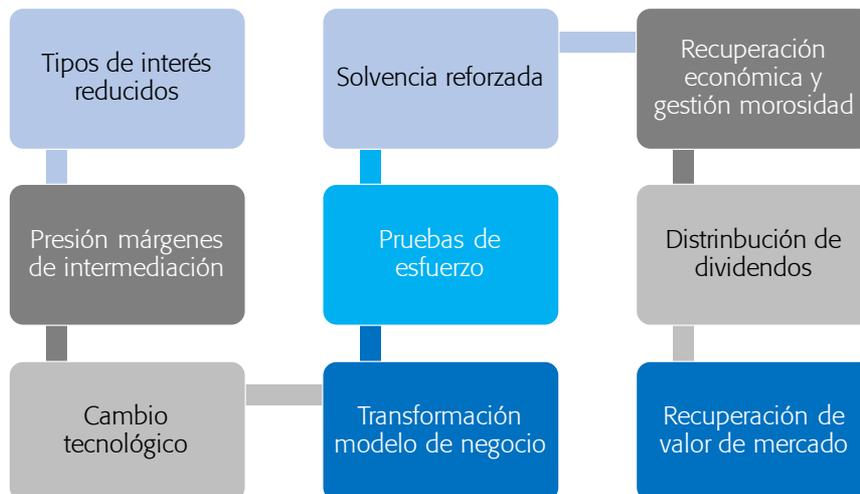
Los bancos españoles, en consonancia con la situación del sector a escala internacional, siguen teniendo que implementar múltiples estrategias para navegar por un entorno económico y financiero muy exigente, al que hay que sumar un cambio en el paradigma del modelo de servicios minoristas que cada vez tiende más a ser de plataformas tecnológicas (véase el gráfico 1 para un resumen

de las principales fuerzas que determinan el negocio bancario en la actualidad). Entre tanto, como viene siendo habitual desde la crisis financiera, las entidades bancarias han sido sometidas a pruebas de esfuerzo durante el verano. El objetivo es analizar cómo resistirían en términos de solvencia ante escenarios macroeconómicos muy exigentes. Como no podía ser de otro modo, la COVID-19 ha marcado

\* Nota sobre el autor.

## Gráfico 1

## Entorno de mercado y retos estratégicos para la banca tras las pruebas de esfuerzo de 2021



Fuente: Elaboración propia.

el diseño de estos ejercicios. De hecho, en 2020 fueron pospuestos por la irrupción de la pandemia y la dificultad de prepararlos adecuadamente en un momento en el que ni tan siquiera se sabía con un grado adecuado de confianza cuál iba a ser el impacto económico de la crisis sanitaria.

En 2021, los ejercicios de estrés se han desarrollado bajo el supuesto de entornos adversos bastante severos, mientras que la expectativa que constituía el escenario base es que tras el verano se producirá una constatación del proceso de recuperación que se ha iniciado en paralelo al de vacunación de porcentajes elevados de la población europea. Sea como fuere, estas pruebas resultan especialmente útiles en la medida en que contemplan lo improbable para, de este modo, determinar si alguna entidad debe tomar medidas para reforzar su solvencia. Las pruebas tuvieron lugar en un entorno de cierto cambio de expectativas para la banca en algunas dimensiones bastante sensibles, entre las que cabe mencionar el reparto de dividendos. Tanto el supervisor único como el Banco de España señalaron a finales de julio que las proyecciones para el período 2021-2023 indicaban un proceso de recuperación económica y, en ese contexto, decidían

eliminar las restricciones impuestas en relación con la distribución de beneficios, a partir del 30 de septiembre de 2021. En todo caso, en su nota informativa, el Banco Central Europeo (2021) recomendaba a las entidades “mantener la prudencia en sus decisiones de distribución de dividendos y de recompra de acciones, tomando en especial consideración la sostenibilidad de sus modelos de negocio”. El BCE hacía esta decisión extensible a todas las entidades significativas desde el punto de vista sistémico el 23 de julio, mientras que el Banco de España lo extendía al resto de instituciones menos significativas de nuestro país.

La valoración de mercado también parece favorable para las entidades financieras españolas, tras años de cierta tribulación bursátil. El Ibx Banks –que recoge la cotización de los bancos españoles en bolsa– registró un avance superior al 80 % entre agosto de 2020 y el mismo mes de 2021. Sin embargo, el contexto monetario resulta algo más incierto. Por un lado, mientras que la Reserva Federal ya parece apuntar a una retirada de estímulos progresiva en el corto plazo (así se ha refrendado en el Simposio de Jackson Hole a finales de agosto), ese cambio de rumbo

va a resultar algo más complicado para el BCE. Aunque en Fráncfort han acabado asumiendo un mecanismo algo más flexible en la relación entre decisiones monetarias y evolución de la inflación, la pujanza de la recuperación económica y la preocupación respecto a las presiones al alza de los precios son menores en la zona del euro. De este modo, las previsiones de la institución monetaria europea siguen siendo el mantenimiento de tipos de interés reducidos o negativos al menos hasta 2022. En este sentido, aunque las facilidades de liquidez propician un entorno de financiación para los bancos europeos sin excesivos sobresaltos, persisten las presiones a la baja que los tipos de interés oficiales imponen sobre los márgenes de intereses bancarios. No puede olvidarse tampoco que, aunque la recuperación puede favorecer un aumento del crédito, será preciso gestionar los aumentos de morosidad que surjan, fundamentalmente, por los procesos de insolvencia empresarial derivados de las restricciones de la pandemia y que serán más visibles una vez que, inevitablemente, vayan desapareciendo los esquemas de protección articulados para mitigar los efectos de la COVID-19.

## Resultados generales de las pruebas de esfuerzo

Los resultados de las pruebas de esfuerzo se publicaron el 30 de julio. Estuvieron a cargo de la Autoridad Bancaria Europea (ABE) –que se ocupó de los 38 bancos de mayor tamaño– y el BCE, que las realizó para 51 entidades de tamaño medio. Se trata de una muestra representativa no solo por incluir a las mayores instituciones sino porque, en su conjunto, representan el 75 % del total de los activos bancarios de la eurozona. Como punto de partida se toma la ratio de capital de primera categoría (*core equity capital* o CET1) a finales de 2020. El horizonte se planteó a tres años, en el marco de 2021 a 2023. El resultado general es que el sector bancario europeo ofrece suficiente resiliencia para afrontar un entorno macroeconómico adverso, ya que su ratio de capital pasaría del 15,1 % al 9,9 %

en el período señalado. Por lo tanto, serían precisos 5,2 puntos porcentuales de capital para afrontar tal escenario.

---

*El resultado general es que el sector bancario europeo ofrece suficiente resiliencia para afrontar un entorno macroeconómico adverso, ya que su ratio de capital pasaría del 15,1 % en 2020 al 9,9 % en 2023. Por lo tanto, serían precisos 5,2 puntos porcentuales de capital para afrontar tal escenario.*

---

Como señalan la ABE y el BCE en la nota explicativa de 30 de julio, “los principales factores determinantes de la disminución del capital son el riesgo de crédito, el riesgo de mercado y la capacidad de generación de ingresos”<sup>1</sup>. Respecto a ediciones anteriores, llama la atención que, aunque el punto de partida (diciembre de 2020) en términos de solvencia parece más holgado, la disminución necesaria en el capital para afrontar el escenario adverso parece mayor. Esto indica una doble tendencia en las prácticas supervisoras. En primer lugar, que la exigencia de mayor capital es continuada, en el contexto de aplicación progresiva de la normativa de fondos propios y pasivos admisibles para constituir nuevos colchones mínimos de capital (*MREL*, por sus siglas en inglés). En segundo lugar, que los supuestos contemplados por las autoridades supervisoras en las pruebas de esfuerzo han sido, al menos en esta ocasión, más duros. Estos escenarios varían en función de las previsiones económicas para cada país y, como se señala en el siguiente apartado, España se encuentra entre los que se les ha asignado uno más duro en esta edición.

En el desglose por tamaño, las 38 instituciones sistémicas de mayor dimensión verían disminuido su capital en el escenario adverso desde el 14,7 % hasta el 9,7 % (5 puntos porcentuales). En cuanto a los 51 bancos de tamaño medio, su capital CET1 se vería reducido desde el 18,1 % hasta el 11,3 % (6,8 puntos porcentuales). Como indica la nota

<sup>1</sup> [www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ssm.pr210730~3d4d31f8e8.es.html](http://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ssm.pr210730~3d4d31f8e8.es.html)

explicativa del BCE, “las entidades de tamaño medio se ven más afectadas por el descenso del margen de intermediación, de los ingresos netos por comisiones y de los ingresos de la cartera de negociación en el horizonte de tres años”.

En todo caso, el principal factor determinante de la disminución de la solvencia es el riesgo de crédito, con pérdidas por deterioro de préstamos significativas de producirse un escenario como el adverso. En particular, en su análisis específico para las entidades sistémicas de mayor tamaño, la ABE considera unas pérdidas potenciales en el escenario adverso de 308.000 millones de euros. En comparación, las pérdidas potenciales por riesgo de mercado se estiman en 74.000 millones de euros y las asociadas al riesgo operacional a 49.000 millones de euros.

## Resultados para las entidades financieras españolas

El escenario adverso, en el caso español, considera una caída simulada del PIB del 0,9 % en 2021, del 2,8 % en 2022 y un crecimiento del 0,5 % en 2023, con niveles hipotéticos de desempleo de hasta el 21,9 %. Aunque la realización de estos supuestos es improbable, ese es precisamente el objetivo: contemplar cómo se reaccionaría ante lo inesperado.

En el ejercicio coordinado por la ABE participaron cuatro grupos bancarios españoles: Santander, BBVA, Sabadell y Bankinter. Es preciso señalar que la ABE determinó la exclusión de Caixabank y BFA Bankia, dado que se encontraban en un proceso de fusión. En el cuadro 1 se muestran los principales resultados tanto para la ratio CET1 transitoria

Cuadro 1

### Resultados de las pruebas de resistencia de la ABE para los bancos españoles de mayor tamaño

(En porcentaje)

<i>Santander</i>							
	<i>Escenario base</i>				<i>Escenario adverso</i>		
	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Ratio CET1 transitorio	12,34	13,18	14,13	14,94	10,25	10,40	9,93
Ratio CET1 <i>fully loaded</i>	11,89	12,99	14,06	14,94	8,65	9,24	9,31
<i>BBVA</i>							
	<i>Escenario base</i>				<i>Escenario adverso</i>		
	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Ratio CET1 transitorio	12,15	12,37	12,70	13,07	10,01	9,30	8,96
Ratio CET1 <i>fully loaded</i>	11,72	12,02	12,52	13,00	8,79	8,71	8,69
<i>Sabadell</i>							
	<i>Escenario base</i>				<i>Escenario adverso</i>		
	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Ratio CET1 transitorio	12,57	12,65	12,9	12,91	9,27	7,90	7,07
Ratio CET1 <i>fully loaded</i>	12,02	12,06	12,55	12,75	7,45	6,89	6,54
<i>Bankinter</i>							
	<i>Escenario base</i>				<i>Escenario adverso</i>		
	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Ratio CET1 transitorio	12,29	13,51	14,11	14,64	11,18	11,06	11,25
Ratio CET1 <i>fully loaded</i>	12,29	13,51	14,11	14,64	11,18	11,06	11,25

Fuente: Autoridad Bancaria Europea y elaboración propia.

(la que corresponde a las exigencias vigentes) y la ratio CET1 *fully loaded* (que sería la de aplicación si todas las previsiones normativas que deben implantarse hasta 2022 estuvieran ya vigentes). Una primera aproximación permite apreciar una diferencia significativa entre la banca española y el promedio europeo anteriormente analizado. En el caso de los bancos españoles el punto de partida es una ratio de solvencia generalmente más reducida, pero la pérdida de capital en el escenario adverso es menor. Esto sugiere que, aunque las instituciones

*En los bancos españoles el punto de partida es una ratio de solvencia más reducida, pero la pérdida de capital en el escenario adverso es menor. Aunque las instituciones españolas sigan teniendo ratios de recursos propios algo más reducidos, tienen también una resiliencia más marcada, lo que se atribuye tanto a la fortaleza de su modelo minorista y su base de clientes como a los beneficios de su diversificación geográfica.*

españolas sigan teniendo ratios de recursos propios algo más reducidos que el promedio europeo, tienen también una resiliencia más marcada. Esto se atribuye tanto a la fortaleza de su modelo minorista y su base de clientes como a los beneficios de su considerable diversificación geográfica.

Si se compara la ratio CET1 *fully loaded* de partida en 2020 con la estimada para 2023 en

el escenario adverso, la caída en la misma es del 2,58 % en el Santander, 3,03 % en el BBVA, 5,84 % en el Sabadell y 1,04 % en Bankinter, entidad que tiene asumido ya como vigente el escenario *fully loaded* en el cuadro.

En el caso de las entidades de tamaño medio españolas a las que el BCE aplicó los ejercicios de estrés, los resultados se ofrecen de forma algo más genérica –en rangos– y, del mismo modo, muestran su resiliencia en términos de solvencia (cuadro 2). Las cuatro entidades analizadas (Abanca, Banco Social de Crédito Cooperativo-Cajamar, Ibercaja Banco y Kutxabank) sufrirían una pérdida de capital CET1 *fully loaded* en el escenario adverso de entre 300 y 599 puntos básicos. En el caso del Banco Social de Crédito Cooperativo la ratio CET1 en 2023 quedaría algo por debajo del 8 %, en Abanca e Ibercaja entre el 8 % y el 11 % y en Kutxabank entre el 11 % y el 14 %. Estos resultados ratifican que, en consonancia con el promedio europeo, aunque el impacto en la banca mediana podría ser algo mayor, los niveles de capitalización son también más elevados en general y, por lo tanto, la solvencia final es también mayor.

## El panorama tras las pruebas: más capital, más transformación y pujanza por la imagen social

El análisis de este artículo muestra que los grupos bancarios españoles que han participado en ambos ejercicios de la ABE y del BCE muestran resistencia a escenarios adversos, con niveles de capital

Cuadro 2

### Resultados de las pruebas de resistencia del BCE para los bancos españoles de tamaño mediano

(En porcentaje)

Banco	Impacto máximo en la ratio CET1 <i>fully loaded</i> en el escenario adverso (puntos básicos)	Ratio CET1 <i>fully loaded</i> mínima en el escenario adverso (%)
Abanca	300 a 599	$8 \leq \text{CET1} < 11$
Banco de Crédito Social Cooperativo (Cajamar)	300 a 599	$\text{CET1} < 8$
Ibercaja Banco	300 a 599	$8 \leq \text{CET1} < 11$
Kutxabank	300 a 599	$11 \leq \text{CET1} < 14$

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

satisfactorios en el escenario adverso, a pesar de la mayor severidad de los supuestos macroeconómicos contemplados. En todo caso, como en ejercicios pasados, no se han fijado umbrales mínimos de capital. Es importante reseñar que el resultado del escenario adverso servirá de base para determinar las recomendaciones de Pilar 2 (el denominado *Pillar 2 Guidance*, P2G). Además, en el proceso anual de revisión y evaluación supervisora (*SREP*, por sus siglas en inglés) se tendrán en cuenta también ciertos aspectos cualitativos del desarrollo de este ejercicio. Ante esto cabe preguntarse hacia dónde van los ejercicios bancarios de esfuerzo europeos y qué revelan esos cambios respecto al enfoque que el supervisor tiene del sector.

Los supervisores europeos siguen permitiendo a los bancos –por motivos de la pandemia– usar sus colchones de capital para absorber pérdidas. De momento no se aplican los cambios previstos con el llamado Pilar 2 de exigencias de solvencia, que se ocupa de la gestión de pérdidas esperadas. Será a finales de 2022 cuando se hagan efectivos esos cambios. Por ejemplo, vincular más el resultado de los ejercicios de estrés a las exigencias de ese Pilar 2. El colchón de capital va a tener que ser algo más holgado. Tanto más cuanto más exigidos se vean los bancos en las pruebas de esfuerzo. La banca española, que por diferentes razones ha funcionado con colchones algo más estrechos, debe culminar el refuerzo de su solvencia para llegar con más holgura a 2022. Precisamente, en una nota publicada el 29 de julio de 2021<sup>2</sup>, el Banco de España ha llevado a cabo la preceptiva revisión anual de las designaciones de las denominadas Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS), estableciendo sus colchones de capital asociados para 2022. En el caso de Banco Santander, el colchón de capital para 2022 se cifra en el 1 % de los activos ponderados por riesgo (APR) y en BBVA en el 0,75 %. En Caixabank, tras la fusión con Bankia, se estima en el 0,375 % de los APR para 2022, subiendo al 0,5 % en 2023. Finalmente, para Banco Sabadell, se fija en el 0,25 %.

Asimismo, en las pruebas de esfuerzo del futuro se incluirán exigencias relativas al blanqueo de dinero y fraude y, progresivamente, de financiación sostenible. Otros signos de los tiempos que

---

*El colchón de capital va a tener que ser algo más holgado. Tanto más cuanto más exigidos se vean los bancos en las pruebas de esfuerzo. La banca española, que por diferentes razones ha funcionado con colchones algo más estrechos, debe culminar el refuerzo de su solvencia para llegar con más holgura a 2022.*

---

corren, que marcan las crisis, con empresas financieras altamente reguladas. A estas presiones hay que añadir la prolongación de un entorno monetario extremadamente flexible que no resulta favorable para los márgenes bancarios. Asimismo, se aprecia una competencia creciente de proveedores no financieros, del mundo *FinTech* y, a pesar de las presiones regulatorias crecientes sobre este tipo de empresas, se sigue echando de menos un campo de juego competitivo equilibrado, con mismas normas para similares funciones.

Finalmente, todo el proceso de cambio tecnológico y la sensibilidad social creciente en cuestiones relativas al negocio bancario imponen en las entidades financieras la necesidad de redoblar los esfuerzos para cuidar y fomentar su imagen social. Esto abarca las tendencias hacia un negocio financiero más sostenible y social anteriormente comentadas, pero también otras como la oferta de servicios tradicionales para los sectores de población que cuentan con más dificultades para la digitalización financiera, entre los que destacan los de mayor edad y los situados en núcleos rurales de escasa población.

## Referencias

BANCO CENTRAL EUROPEO (2021). Recomendación (ECB/2021/31).

<sup>2</sup> [www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/21/presbe2021\\_58.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/21/presbe2021_58.pdf)

# La banca ante los primeros test de estrés de riesgo climático del Banco Central Europeo

Ángel Berges y Jesús Morales\*

**El Banco Central Europeo (BCE) liderará en 2022 el diseño y lanzamiento de los primeros test de estrés de riesgo climático a los que se someterán las entidades significativas en la unión bancaria. Esta prueba supone un nuevo desafío para el sector, que tendrá que realizar un importante esfuerzo en la identificación de los riesgos climáticos y en su integración en las pruebas de resistencia, al tiempo que será necesario el desarrollo de metodologías adaptadas a los requerimientos del supervisor. En este artículo se analiza, en primer lugar, la naturaleza de los riesgos climáticos como riesgos transversales cuya afectación tiene lugar a través de las categorías de riesgos existentes en el marco de Basilea III. En segundo lugar, se valora la importancia que tendrá para el desarrollo del ejercicio el acceso a la información de las contrapartes, la construcción de bases de datos y la generación de *proxies* cuando no existen datos explícitos. En tercer lugar, se presentan las primeras estimaciones del BCE sobre el impacto que una prueba de este tipo puede tener para la banca europea. Y finalmente, se examina el papel que desempeñan los riesgos climáticos en la evolución de los test de estrés más generales, habida cuenta de la reflexión abierta sobre el cambio de la metodología del ejercicio.**

## Riesgos climáticos en banca: acotación y canales de transmisión

La sostenibilidad y, especialmente, el cambio climático, tienen un impacto real y cuantificable en los prestatarios y mercados financieros, por lo que las entidades bancarias deben enfrentarse a los riesgos ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG) con

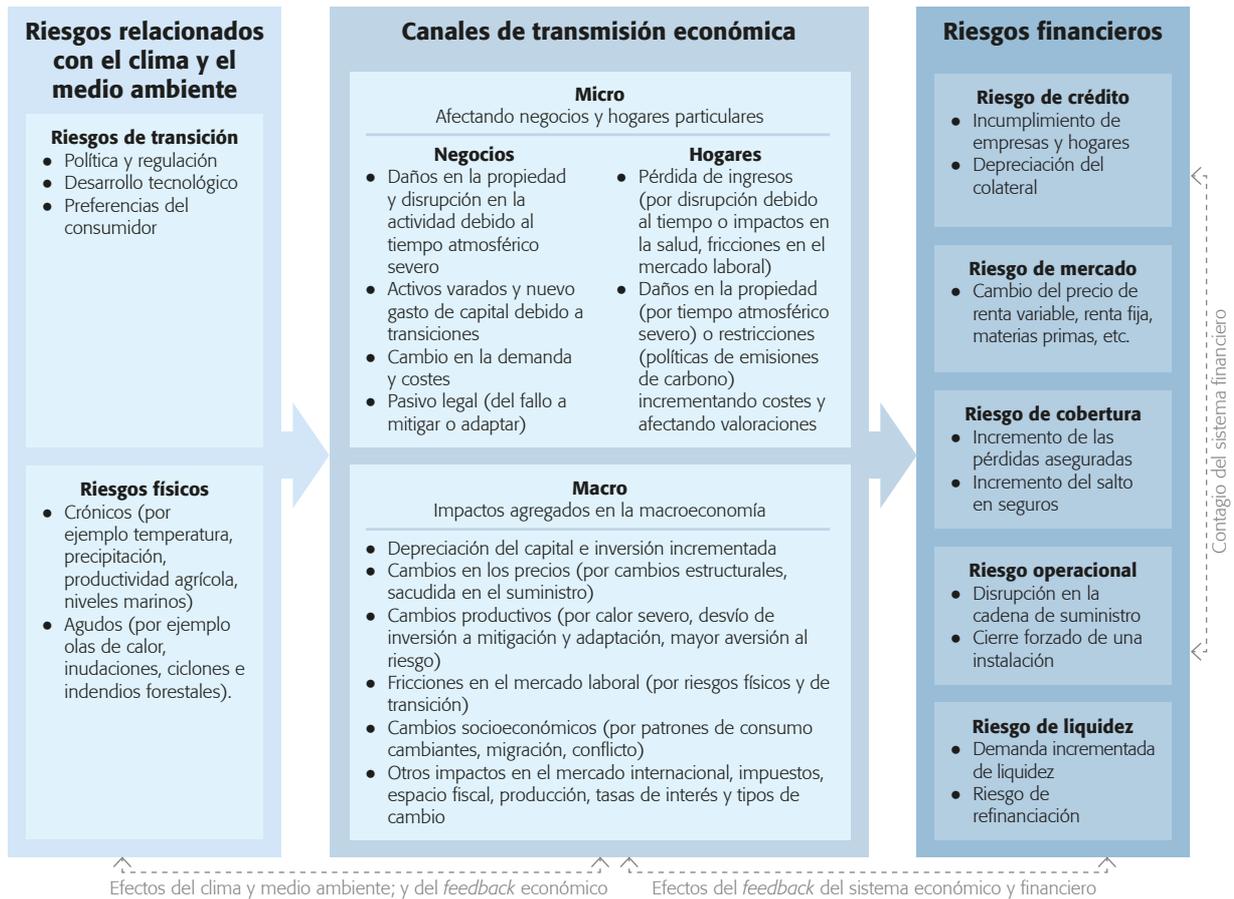
un enfoque integral y acorde con su marco de apetito al riesgo. Esto implica, en primer lugar, medir y gestionar tales riesgos.

La Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) propone conceptualizar los factores ASG como "características ambientales, sociales o de gobernanza que pueden tener un impacto positivo o

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

Gráfico 1

**Canales de transmisión de riesgos climáticos a riesgos financieros**



Fuente: Network for Greening the Financial System (2021).

negativo en el rendimiento financiero o la solvencia de una entidad, soberana o individual” (EBA, 2021). Por su parte, define los riesgos ASG como la materialización negativa de los factores ASG, es decir, los riesgos de cualquier impacto financiero negativo en la entidad (disminución del rendimiento financiero o de la solvencia) que se derive de los efectos actuales o futuros de los factores ASG en sus contrapartes.

Sin menoscabo de las consideraciones sociales o de gobernanza, no cabe duda de que es la dimensión medioambiental, y muy especialmente la referida al cambio climático, la que ha protagonizado mayores avances conceptuales y analíticos de cara a su incorporación en la gestión de riesgos por

las entidades, y en la vigilancia de dichos riesgos por parte de reguladores y supervisores.

Clave en ese impulso fue la llamada de atención que ya en 2015 realizó el Financial Stability Board, al reconocer que los riesgos asociados al cambio climático pueden tener implicaciones muy adversas sobre la estabilidad financiera. Tras su estela, el Comité de Basilea, y sobre todo la red creada por más de un centenar de reguladores y supervisores para el “enverdecimiento” del sistema financiero (NGFS, por sus siglas en inglés) suministran *inputs* para los análisis de escenarios climáticos y, sobre todo, pautas homogéneas para los supervisores de las diferentes jurisdicciones.

Reguladores y supervisores han consensuado la existencia de dos tipos de riesgos que emanan del cambio climático:

- **Riesgos físicos:** la probabilidad de enfrentar pérdidas derivadas de fenómenos climáticos adversos, incluyendo los eventos ambientales más frecuentes (i.e. inundaciones y sequías) y los cambios graduales en el clima.
- **Riesgos de transición:** la probabilidad de enfrentar pérdidas derivadas de los procesos de ajuste hacia una economía protagonizada por bajas emisiones de carbono y mayor sostenibilidad medioambiental.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ahondaba en esta reflexión en abril de 2021 con la publicación del informe *Climate-related risk drivers and their transmission channels* (Basel Committee on Banking Supervision, 2021) al deducir que los riesgos climáticos son riesgos transversales que impactan en los riesgos bancarios tradicionales dentro y fuera de balance a través de diferentes canales de transmisión. En la misma lógica, la mencionada Red NGFS, en su compromiso con la divulgación de las mejores prácticas en la gestión y vigilancia de riesgos climáticos en el sector financiero, facilita un cuadro de canales de transmisión en los riesgos bancarios (ver gráfico 1).

Los canales de transmisión explican el impacto de los riesgos climáticos en las actividades económicas que, a su vez, afectan al sistema financiero: i) directamente, a través de una menor rentabilidad empresarial o la devaluación de activos, o ii) indirectamente, a través de impactos agregados en la macroeconomía.

En la medida en que los riesgos climáticos son riesgos transversales que, por tanto, condicionan el cumplimiento de los requerimientos de capital y la ejecución de la planificación estratégica, se hace necesaria la evaluación de la capacidad de resistencia a escenarios donde la emergencia de estos riesgos pueda materializarse, teniendo en cuenta además la interrelación que existe entre ellos.

Los test de estrés aparecen en consecuencia como una herramienta adecuada para el diagnóstico de vulnerabilidades bajo un enfoque *forward-looking* y, por ello, varios bancos centrales como los de Francia y Países Bajos ya han completado los primeros test de estrés climáticos, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) en la unión bancaria y los supervisores de Australia, Canadá, Reino Unido y Singapur han anunciado el lanzamiento de pruebas de resistencia medioambientales, como parte de su mandato en el mantenimiento de la estabilidad financiera.

## Los primeros test de estrés de riesgo climático en la eurozona: retos metodológicos

El pasado 8 de julio, coincidiendo con la revisión de la estrategia de política monetaria en la eurozona, Christine Lagarde, presidenta del BCE, anunciaba el lanzamiento de las primeras pruebas de resistencia orientadas a la evaluación de los riesgos relacionados con el cambio climático en el conjunto de sistemas bancarios del Eurosistema. Este ejercicio, propuesto y diseñado por el BCE, supone un cambio de paradigma respecto a los test de estrés que desde 2014 con carácter bianual han venido evaluando la capacidad de resistencia de la banca europea a episodios adversos. Las principales novedades metodológicas respecto de los test de estrés convencionales son las siguientes:

- i. **Gobierno.** La EBA no estará al frente del diseño de la metodología de las pruebas de resistencia climáticas, sino que será el propio BCE el responsable del dimensionamiento, el lanzamiento, la comunicación con las entidades y la presentación de resultados. En todo caso, y como más adelante apuntamos, no sería descartable una creciente intercomunicación, y eventualmente una total integración, del ejercicio de riesgos climáticos con la dinámica de tests de estrés como herramienta supervisora (en el Pilar II de Basilea).

Por otro lado, se espera que el BCE recicle buena parte de las reglas utilizadas en la determinación de los riesgos de crédito, mercado,

operacional y conductual, adaptando aquellos aspectos en los que la flexibilización de la norma resulte necesaria para generar una estimación realista de los riesgos climáticos, i.e. la estimación del riesgo de transición a largo plazo bajo hipótesis de balance dinámico, no previstas hasta el momento en la metodología EBA.

ii. *Objetivo.* No está previsto, por el momento, que el ejercicio de riesgos climáticos tenga implicaciones directas sobre los requerimientos de capital, como sí ocurre con los test de estrés convencionales, cuyos resultados constituyen un *input* en el proceso de revisión y evaluación supervisora (SREP) para los bancos significativos en la unión bancaria. El ejercicio climático servirá al supervisor como aproximación del estado de situación en el que se encuentra el sistema bancario y la capacidad de resistencia del capital con el que cuenta para enfrentar escenarios de tensión climática.

iii. *Alcance.* Desde su lanzamiento en 2014, coincidiendo con el nacimiento de la unión bancaria, se ha requerido la realización de las pruebas a todas las entidades sometidas a su supervisión directa en el Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por sus siglas en inglés), con alguna excepción como la que puede resultar de procesos de fusión y adquisición en curso que dificultan la generación de información y la comparabilidad de resultados.

Los test climáticos resultarán igualmente prescriptivos para todos los bancos significativos en el SSM, pero se espera un alcance heterogéneo entre entidades. Solo aquellas instituciones que, de acuerdo al criterio supervisor, acrediten capacidad suficiente para generar proyecciones basadas en sus modelos internos, presentarán sus propias estimaciones bajo un enfoque *bottom up*; por contraste, el resto de entidades únicamente comunicará el punto de partida y será el BCE el responsable de generar las proyecciones bajo un enfoque *top down*.

iv. *Metodología.* Como ya se ha apuntado, el objetivo del test climático es evaluar la

capacidad de resistencia a riesgos de transición y riesgos físicos, fuera del alcance de la metodología tradicional de los test de estrés. En este sentido, se esperan cambios significativos que afectarán fundamentalmente a la capacidad de las entidades en la identificación de información relevante relacionada con el impacto climático de su cartera de inversiones.

---

*No está previsto, por el momento, que el ejercicio de riesgos climáticos tenga implicaciones directas sobre los requerimientos de capital, como sí ocurre con los test de estrés convencionales. El ejercicio climático servirá al supervisor como aproximación del estado de situación en el que se encuentra el sistema bancario y la capacidad de resistencia del capital con el que cuenta para enfrentar escenarios de tensión climática.*

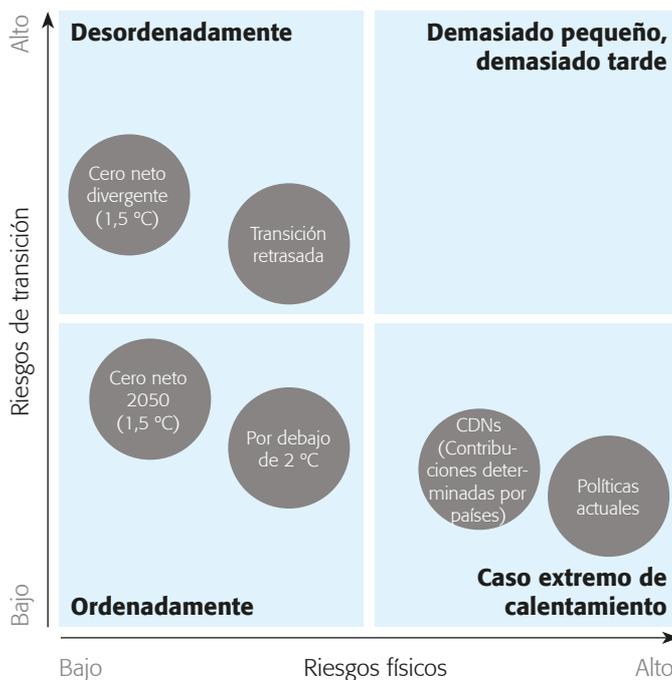
---

En particular, resultará esencial la identificación de la localización y el sector económico (en exposiciones corporativas) de las contrapartes, para mapear el impacto con unos escenarios medioambientales, los definidos por la NGFS, heterogéneos entre geografías e industrias. Del mismo modo, será esencial trabajar en la inclusión de información relativa a las emisiones de gases de efecto invernadero, el perfeccionamiento de las bases de datos o, en su defecto, la asunción de variables *proxy* que permitan generar modelos estadísticos robustos en la determinación de los parámetros de riesgo de los acreditados, dependientes a partir de ahora de variables relacionadas con la huella de carbono.

El Banco Central de Países Bajos, que fue pionero en la realización de ejercicios de estrés climáticos, apunta a limitaciones relacionadas con la disponibilidad y granularidad de la información climática como el principal déficit en la calidad de los datos, más importante cuanto mayor es la precisión buscada por tipología de activos y geografía, y la relevancia del desarrollo de herramientas en la modelización

Gráfico 2

## Escenarios climáticos de la NGFS



Fuente: Network for Greening the Financial System (2021).

de factores de vulnerabilidad basados en emisiones de carbono, así como la captación de efectos de segunda ronda.

- v. *Escenarios.* En los test de estrés convencionales, los escenarios adversos son suministrados a la EBA por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) caracterizados por la materialización de episodios plausibles y poco probables de tensionamiento del cuadro macroeconómico (PIB, paro, inflación), los mercados financieros (tipos de interés, deuda, acciones, divisas, derivados, materias primas) y el mercado inmobiliario.

Por el contrario, los test climáticos del BCE se alimentarán de los escenarios definidos por la NGFS, y tratando de modelizar dos principales efectos: i) el impacto que tienen las catástrofes medioambientales (riesgos físicos)

en el valor de las garantías inmobiliarias y en la capacidad productiva de los sectores más afectados por estos episodios, y ii) el impacto de la ejecución desordenada de los planes de transformación a una economía libre de emisiones (riesgos de transición) sobre variables macroeconómicas, financieras y medioambientales (emisiones de gases de efecto invernadero) (gráfico 2).

*Los resultados ofrecidos por el BCE demuestran que el riesgo climático es también un riesgo sistémico, y lo es en mayor medida en aquellos bancos que concentran mayores exposiciones a sectores y geografías potencialmente vulnerables.*

En particular, la NGFS habla de tres categorías de escenarios climáticos (un escenario central, y dos adversos y en cierta medida

opuestos entre sí), que dependen de la ambición y la capacidad de ejecución de las medidas gubernamentales, el nivel de emisiones de carbono y el cambio tecnológico:

- *Escenario central (Orderly transition)*: las políticas climáticas se introducen pronto y se vuelven gradualmente más estrictas, los riesgos físicos y los de transición son relativamente moderados.
- *Caso extremo de transición desordenada (Disorderly transition)*: contemplan un mayor riesgo de transición debido a que las políticas se retrasan, pudiendo ser divergentes entre países y sectores.
- *Caso extremo de calentamiento por inacción (Hot house world)*: se aplican políticas climáticas solo en algunas jurisdicciones, pero los esfuerzos globales son insuficientes para detener el calentamiento global. Los riesgos físicos son severos, incluyendo impactos irreversibles como el aumento del nivel del mar.

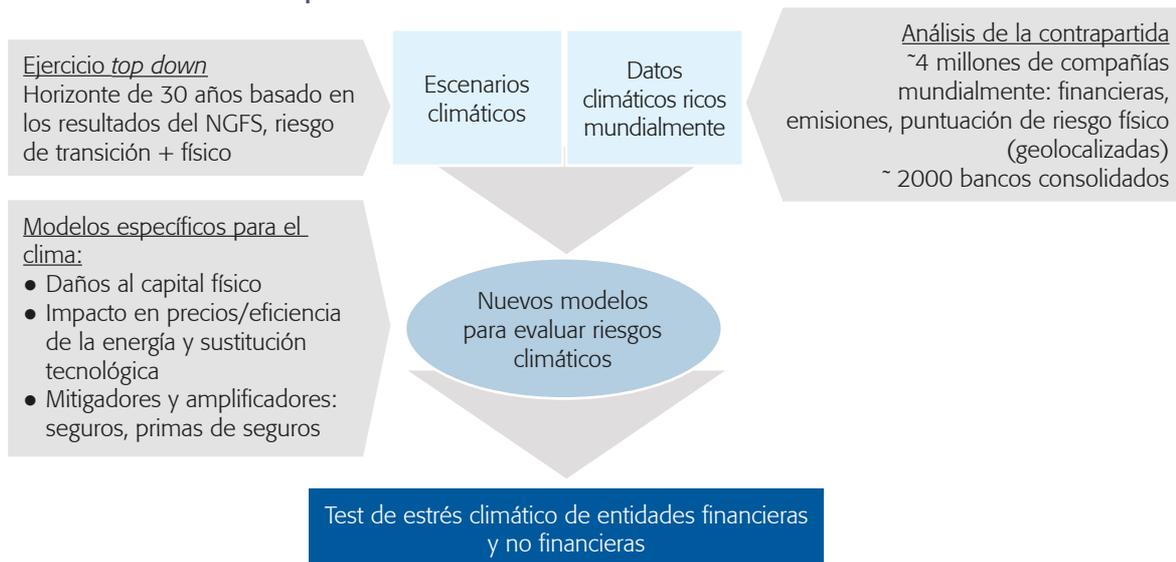
## Guía de resultados previsible: ejercicio top-down del BCE

Dada la novedad del ejercicio que se plantea, y la insuficiencia y heterogeneidad de los datos, se abre un amplio abanico de potenciales resultados entre los bancos sometidos a la prueba. Ante la incertidumbre que presenta un ejercicio de este tipo, cabe tomar como referencia la primera aproximación sobre el riesgo climático que el propio BCE ha llevado de forma agregada para el conjunto de la economía, y cuyos resultados pueden constituir una primera guía de trazo grueso sobre la vulnerabilidad climática del tejido empresarial por industrias y geografías.

El pasado mes de marzo el BCE publicó los resultados de un ejercicio piloto para la evaluación de la resistencia del conjunto de la economía al cambio climático. En la generación de proyecciones, el supervisor contó con una nutrida base de datos financieros y climáticos de más de cuatro millones de empresas en todo el mundo y más de dos mil bancos, mayoritariamente en la unión bancaria, con un horizonte temporal de treinta años y diferentes

Gráfico 3

### Elementos innovadores en la prueba de resistencia climática del BCE

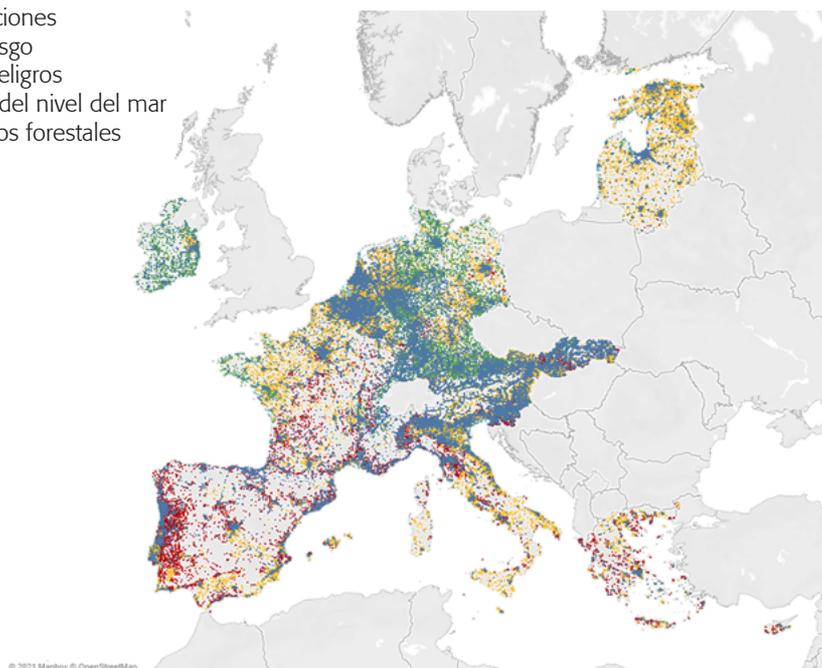


Fuente: Banco Central Europeo (2021).

## Mapa 1

Mapa de riesgos físicos en las empresas de la eurozona (enfoque *forward-looking*)

- Inundaciones
- Bajo riesgo
- Otros peligros
- Subida del nivel del mar
- Incendios forestales



Fuente: Banco Central Europeo (2021).

escenarios mediaambientales (los diseñados por la NGFS), lo que lo convierte en la prueba más ambiciosa realizada hasta la fecha en la eurozona.

A pesar de que no puede considerarse un ejercicio de autoevaluación propiamente dicho, al no contar con la participación de las entidades supervisadas, la prueba de resistencia, que alcanza a empresas financieras y no financieras, está en la antesala de los test de estrés bancarios de 2022, sirviendo a la generación de una primera toma de contacto en el diseño de hipótesis y escenarios y en la aproximación del impacto de los riesgos climáticos en el sistema financiero.

Los resultados ofrecidos por el BCE demuestran que, en ausencia de políticas de actuación temprana que mitiguen los efectos del cambio climático, las probabilidades de incumplimiento de las contrapartes (las conocidas como probabilidades de *default*, o PD en nomenclatura de Basilea III) son más lesivas por la mayor frecuencia y magnitud de

catástrofes naturales. Por tanto, en último término, el riesgo climático es también un riesgo sistémico, y lo es en mayor medida en aquellos bancos que concentran mayores exposiciones a sectores y geografías potencialmente vulnerables.

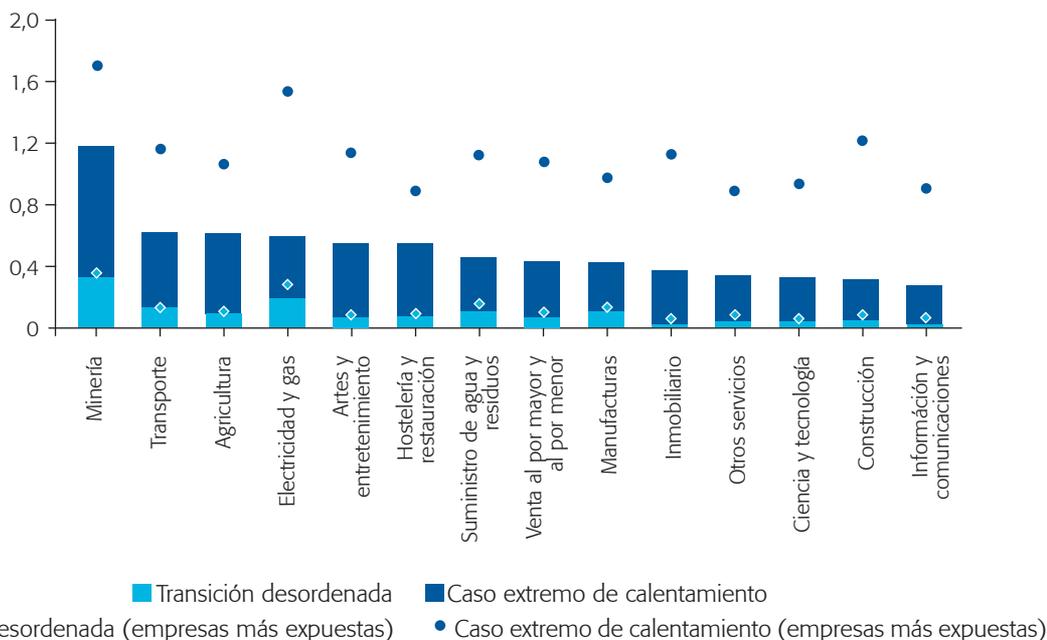
En este sentido, el BCE identifica claras divergencias entre las regiones más afectadas por riesgos físicos, como el incremento de olas de calor e incendios forestales en el sur de Europa, o el aumento de las inundaciones en países del centro y el norte del continente. Algo similar ocurre en la evaluación del riesgo de transición, donde actividades económicas más intensivas en emisiones de carbono, como la minería, la producción de energía y la industria manufacturera, serían más sensibles a las políticas de reducción de la huella de carbono, especialmente si la transición a una economía verde se produce de manera abrupta.

Estas divergencias se observan también en el análisis de las probabilidades de *default* (PD) de las

Gráfico 4

### Diferencia en las probabilidades de *default* por sectores

(Porcentaje en los escenarios adversos respecto al escenario de transición ordenada)



Nota: las barras representan la mediana del incremento en las PD durante los próximos 30 años; los puntos informan el incremento de las PD en las empresas más expuestas a riesgo físico (percentil 95 basado en el *scoring* de riesgo físico).

Fuente: Banco Central Europeo (2021).

contrapartes corporativas en los diferentes escenarios climáticos. Si bien la probabilidad de impago se incrementa inicialmente en los escenarios de tran-

*Incluso dentro de un mismo sector existiría una elevada divergencia en la capacidad de resistencia a los riesgos climáticos, que conducirían a repuntes de las probabilidades de default de hasta cuatro veces los niveles promedio de los próximos treinta años en las empresas que se sitúan en la cola de la distribución por haber obtenido un peor scoring, atendiendo a la ubicación de sus negocios en las geografías más expuestas a riesgos físicos.*

sición ordenada, como consecuencia de los costes asociados a la adaptación a las políticas ecológicas, el incremento se ve compensado en el medio y

largo plazo por una reducción sustancial del coste de cobertura de riesgos físicos (en escenarios de transición desordenada: destrucción de capital y aumento en las primas de seguros). Por otro lado, el uso de nuevas tecnologías permitiría producciones más eficientes y sostenibles que, en el largo plazo, redunden en un ahorro de costes que mejore la rentabilidad y la solvencia del tejido empresarial.

El gráfico 4 muestra el mayor incremento de las PD de las contrapartes corporativas por sectores económicos entre el escenario de transición ordenada y los escenarios adversos. Se observa que en todos los sectores el impacto de una transición desordenada es negativo y conduce a mayores deterioros crediticios que serán más acusados en industrias intensivas en emisiones de carbono y, especialmente, en el escenario *hot house world*, donde no hay aplicación de políticas medioambientales y los riesgos físicos son más severos.

Por otro lado, incluso dentro de un mismo sector económico existiría una elevada divergencia en la capacidad de resistencia a los riesgos climáticos, que conducirían a repuntes de las PD de hasta cuatro veces los niveles promedio de los próximos treinta años en las empresas que se sitúan en la cola de la distribución por haber obtenido un peor *scoring* (percentil 95), atendiendo a la ubicación de sus negocios en las geografías más expuestas a riesgos físicos.

## El futuro verde de los test de estrés europeos

El diagnóstico de los riesgos climáticos como riesgos transversales emprendido por el BCE en la Unión Bancaria trasciende de una mera reflexión intelectual. Las implicaciones que va a representar la gestión de estos nuevos riesgos para las entidades de crédito —también las menos significativas como apuntan algunos bancos centrales nacionales como el Banco de España— son irreversibles y forman parte del compromiso de las autoridades supervisoras con los objetivos del cambio climático en lo tocante a la estabilidad financiera.

Este diagnóstico llega además en un momento de inflexión para los test de estrés en Europa, ante el debate abierto en el seno de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) acerca del futuro de las pruebas de resistencia sobre la base de un *discussion paper* lanzado en 2020 y cuyas conclusiones y, eventualmente, palancas de ajuste serán conocidas en los próximos test de estrés en 2023.

---

*En una economía cada vez más comprometida con el medio ambiente, el futuro de la gestión bancaria pasa hoy necesariamente por la evaluación de la resistencia y la adaptación de la estrategia a las peores consecuencias del cambio climático, y los test de estrés son, sin lugar a dudas, una herramienta esencial para facilitar este análisis.*

---

Entre las críticas que enfrenta el ejercicio y que se espera analice la EBA, se encuentran: i) la capacidad

para predecir episodios de resolución bancaria; ii) la representatividad de algunas hipótesis utilizadas en la metodología, singularmente el balance estático, que excluye la toma de decisiones en situaciones de tensión y los efectos de segunda ronda que acentúen episodios de crisis y doten de mayor realismo al ejercicio; iii) la utilización de los test de estrés como una herramienta en la planificación estratégica y la gestión bancaria (especialmente en comités de inversiones y políticas de concesión); iv) las dificultades operativas que supone para las entidades el reporte de las plantillas, la generación de las proyecciones y la interlocución con los supervisores, o v) la cobertura de todos los riesgos y escenarios susceptibles de comprometer la solvencia bancaria.

De esta forma, la integración de los riesgos climáticos en los test de estrés podría aparecer como una de las demandas a atender en los futuros test de estrés, y que se abordaría por uno de los siguientes cauces:

- Manteniendo un ejercicio *ad hoc* como el que lanzará el BCE en 2022, aislado en tiempo y procedimientos del que diseña bianualmente la EBA, pero con una metodología de proyecciones relativamente similar para favorecer la comprensión por parte de las entidades y la utilización de sus modelos internos.
- Incorporando los riesgos climáticos en unos test de estrés integrales, presumiblemente a partir de 2023 coincidiendo con el debate lanzado por la propia EBA, que permita identificar vulnerabilidades a escenarios macroeconómicos y financieros, por un lado, y medioambientales, por otro, y en el mejor de los casos, identificando posibles efectos cruzados.

En nuestra opinión, esta última alternativa resultaría más aconsejable. Por un lado, reforzaría el objetivo de la prueba como elemento a integrar en el cálculo del capital mínimo requerido por el supervisor en el *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP, por sus siglas en inglés) considerando todas las vulnerabilidades relevantes, también las medioambientales, y teniendo en cuenta la

interrelación de riesgos; por otro, facilitaría la labor de entidades y supervisores en un procedimiento único con reglas comunes, más allá de las singularidades que pueda presentar la adhesión de los escenarios de más largo plazo en el diagnóstico de los riesgos climáticos, y con independencia de la frecuencia con la que se realicen estas pruebas en el futuro.

Como hemos subrayado en alguna otra ocasión, el hecho de que sea la propia EBA la que haya incentivado el debate acerca de las debilidades de los test invita al optimismo, el ejercicio es fundamental en la supervisión y debe serlo, también y cada vez más, en la gestión bancaria. En este sentido, y ante una economía cada vez más comprometida con el medio ambiente, el futuro de la gestión bancaria pasa hoy necesariamente por la evaluación de la resistencia y la adaptación de la estrategia a las peores consecuencias del cambio climático, y los test de estrés son, sin lugar a dudas, una herramienta esencial para facilitar este análisis.

## Referencias

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2021). *Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test*. Blog Post by Luis de Guindos, 18 march. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210318~3bbc68ffc5.en.html>
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2021). *Climate-related risk drivers and their transmission channels*. Bank for International Settlements.
- EBA, EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2021). *On management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*. EBA/REP/2021/18. Disponible en: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf)
- NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM (2021). *NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors*. Disponible en: [https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2021/08/27/ngfs\\_climate\\_scenarios\\_phase2\\_june2021.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2021/08/27/ngfs_climate_scenarios_phase2_june2021.pdf)

# El escaso uso de los colchones de capital durante la pandemia: ¿efecto estigma?

Javier Restoy y Ángel Berges\*

**Una de las medidas tomadas por los reguladores y supervisores para aliviar la carga sobre la banca en los momentos más duros de la pandemia fue permitir la utilización de los colchones de capital establecidos en el marco de Basilea III, tanto el denominado contracíclico, que se desactivó en aquellos países en los que estaba activo (no era el caso de España), como sobre todo el colchón de conservación de capital. A pesar de dicha autorización, e incluso con las autoridades animando a las entidades a usar dicho colchón, son muy pocas las que han hecho uso del mismo. En este artículo se realiza un análisis empírico, sobre una muestra de 50 bancos europeos, tratando de explicar esas reticencias a usar sus colchones de capital y, muy especialmente, la que se conoce como “hipótesis del estigma”, según la cual el utilizar dichos colchones supone reducir la holgura de capital respecto al exigido por el supervisor, lo que sería considerado por el mercado como una señal negativa (estigma), que conllevaría una penalización en su valoración. Además, se muestra cómo este efecto no es independiente de las exigencias formales del supervisor respecto a la mínima ratio de capital que deben satisfacer las entidades, abriendo la puerta a una regulación que aliviase dicho estigma.**

Un componente relevante del nuevo marco regulatorio que emergió tras la crisis financiera de 2008-2012 fue el establecimiento de colchones de capital sobre los mínimos exigidos. Estos colchones cumplen el papel de proteger el mínimo de solvencia requerido para la continuidad de las operaciones por parte de los bancos en condiciones cíclicas adversas (función microprudencial) y, al mismo tiempo, mitigar los incentivos a la contracción de

la oferta de crédito en esas circunstancias (función macroprudencial).

El sistema de colchones de capital de Basilea III tiene un componente *ajustable* en función de las condiciones cíclicas –el colchón de capital anticíclico (CCyB)– y otros, como el colchón de conservación de capital (CCoB) cuyo tamaño no responde directamente a condiciones cíclicas. En este último caso, el

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

regulador permite a las entidades, bajo determinadas condiciones, incumplir transitoriamente el nivel de capital marcado en circunstancias adversas. Es decir, se trata de colchones no ajustables pero *utilizables*.

Lo cierto es que el primer componente ha mostrado escasa potencia de fuego ya que se situaba en niveles nulos o muy reducidos al comienzo de la crisis. Por ello los reguladores han emitido, con carácter general, recomendaciones a las entidades para que hagan uso de sus colchones utilizables si esto resulta preciso para mantener la oferta de crédito a la economía real (BCBS, 2020a, 2020b). Sin embargo, los bancos se han mostrado reacios a dejar caer sus colchones de capital utilizables a pesar de las recomendaciones de las autoridades. Esta aversión de las entidades a dejar caer sus ratios de capital es coherente con los trabajos analíticos que muestran una relación negativa entre los márgenes de capital de las entidades sobre el mínimo regulatorio y la oferta de crédito (BCE, 2020b).

La hipótesis más plausible para explicar este comportamiento es la existencia de una penalización por parte del mercado (efecto *estigma*) a la reducción de capital disponible. Esta hipótesis ha sido avalada en Andreeva, Bochmann y Couaillier (2020) que encuentran que el capital objetivo publicado por las entidades apenas se ha visto reducido tras las recomendaciones de las autoridades sobre la utilización de los colchones. Asimismo, Schmitz *et al.* (2021) detectan un efecto estigma en la cotización de la deuda computable como capital regulatorio que depende del nivel de fondos propios.

---

*Hasta la fecha, los bancos se han mostrado reacios a dejar caer sus colchones de capital, a pesar de las contundentes señales de las autoridades. Es más, una parte relevante del sector parece haber emprendido un proceso de desapalancamiento, aunque de desigual intensidad.*

---

No obstante, los estudios señalados no analizan directamente la naturaleza del efecto estigma encontrado. En particular, no estudian si el efecto estigma

se debe a la dificultad de la entidad para alcanzar el nivel absoluto de capital que el mercado considera adecuado o si, por el contrario, se debe a la insuficiencia del margen disponible para asegurar el cumplimiento del nivel mínimo exigido por el regulador.

La diferencia entre ambas hipótesis es potencialmente relevante para el adecuado diseño del marco regulatorio. En el primer caso, no cabría asignar al tamaño y naturaleza de los colchones regulatorios impacto alguno sobre el comportamiento de las entidades. En el segundo, los resultados apoyarían un nuevo diseño de los colchones de capital de manera que los requisitos regulatorios formales se ajustasen en mayor medida en función de las condiciones cíclicas. Dicho de otro modo, ofrecerían apoyo a la estrategia de reequilibrar el sistema de colchones, de modo que los que resultan ajustables ganaran peso sobre los que resultan meramente utilizables.

En este contexto, este trabajo analiza en qué medida el marco regulatorio podría no estar desempeñando a plena satisfacción la función estabilizadora pretendida. El análisis se centra en contrastar la hipótesis de que esta reticencia se deba a una posible penalización en los mercados (efecto estigma) y que esta, en caso de existir, se deba a la reducción del margen de capital disponible sobre los requisitos regulatorios.

## Los colchones de capital en el marco de Basilea III

Uno de los aspectos fundamentales y diferenciales de Basilea III frente a sus antecesores es la consideración de la dimensión macroprudencial. En ese sentido, uno de los principales instrumentos de Basilea III son los mencionados colchones –o *buffers*– regulatorios de capital. Su diseño comprende un margen de capital por encima del requisito mínimo de solvencia. Cada colchón persigue mitigar un tipo concreto de riesgo, pero todos ellos comparten características comunes:

- *Colchón de conservación de capital (CCoB).* Su objetivo fundamental es asegurar que los bancos tengan una capa adicional de capital

que pueda ser reducida cuando se incurra en pérdidas. Este colchón, que entró en vigor en su totalidad en 2019, se fija en el 2,5 % de los activos ponderados por riesgo (APR).

- **Colchón de capital contracíclico (CCyB).** Busca proteger al sector bancario de periodos de excesivo crecimiento del crédito que se han asociado habitualmente con momentos de acumulación de riesgos sistémicos.
- **Colchones de capital para entidades de importancia sistémica.** Es un colchón obligatorio para los bancos que son identificados como entidades de mayor importancia sistémica, ya sea a nivel global (G-SII) o doméstico (O-SII).

El nivel total CET1 necesario para cumplir los requerimientos del colchón de conservación de capital, el colchón contracíclico y las extensiones pertinentes en función de su riesgo sistémico se denomina *colchón combinado requerido (CBR)*. El CBR, unido a los requisitos del Pilar 1 (que son comunes para todas las entidades) y del Pilar 2 (que se fijan entidad a entidad) constituyen los requerimientos de capital que vigila el supervisor.

Entre las penalizaciones derivadas del incumplimiento del CBR se encuentra la introducción de restricciones en el reparto de dividendos, en la remuneración a los instrumentos de renta fija computables como capital regulatorio (como los bonos contingentes-convertibles (CoCos), y en la compensación variable de los empleados.

Asimismo, las entidades que incumplen el CBR están sometidas a un seguimiento supervisor más estricto y a la obligación de enviar un plan para restablecer el nivel de capital, de modo que estén en condiciones de cumplir el CBR en un horizonte aceptable. Se trata, por lo tanto, de medidas menos graves que la retirada de licencia o la declaración de quiebra. No obstante, resultan suficientemente penalizadoras como para generar incentivos a las entidades para evitar, salvo en casos de necesidad, incumplir el CBR y, cuando lo hacen, para acelerar su reconstrucción en lo posible.

De todos estos colchones, tan solo el CCyB se ajusta de manera discrecional de acuerdo con las circunstancias cíclicas. Es por ello, que se califica como *ajustable*. El resto de los *buffers* no reúnen estas características pues o son constantes (como el CCoB), o se fijan (como el SII y los colchones supervisores) en el marco de los ciclos supervisores, con una validez establecida, normalmente de un año. Tanto los colchones supervisores como el CCoB pueden servir para absorber pérdidas en circunstancias adversas: son por ello *utilizables*.

## La utilidad de los colchones en la crisis de la COVID-19

El Comité de Basilea ha repetido a lo largo de la pandemia (BCBS, 2020a, 2020b) que una reducción controlada de los colchones es adecuada en una situación de crisis como la vivida y que, hasta que la crisis finalice, los supervisores deben conceder a los bancos el tiempo suficiente para restablecer los márgenes de capital sobre el regulatorio, teniendo en cuenta las condiciones económicas de los mercados y de las entidades bancarias (BCE, 2020a). En consecuencia, reguladores como el Banco Central Europeo han permitido a los bancos operar temporalmente por debajo del nivel de capital establecido en el P2G, el CCoB y la LCR (BCE, 2020a). A ello se añadió la relajación del CCyB por parte de las autoridades macroprudenciales nacionales.

El instrumento regulatorio más eficaz para estimular el crédito en condiciones adversas es el CCyB, pues su tamaño se ajusta en función de las condiciones cíclicas. Dado que, con anterioridad a la pandemia no se observaba, con carácter general, una expansión crediticia acusada, el nivel del CCyB se encontraba próximo al 0 % en la mayor parte de las jurisdicciones.

El CCoB, por su parte, tiene como objetivo la absorción de pérdidas en caso de necesidad, pero su diseño le otorga un carácter de recurso transitorio al venir acompañado de incentivos para su restablecimiento con relativa celeridad. Se trata, por lo tanto, de un instrumento eficaz para modular el efecto de las perturbaciones adversas sobre la capacidad de

operar de los bancos, aunque menos para incentivar la oferta de crédito en esas circunstancias. No obstante, ante la falta de otros mecanismos para estimular la concesión de crédito, las autoridades bancarias animaron a las entidades a utilizar este colchón para evitar un desapalancamiento excesivo.

Hasta la fecha, los bancos se han mostrado reacios a dejar caer sus colchones de capital, a pesar de las contundentes señales de las autoridades. Es más, una parte relevante del sector parece haber emprendido un proceso de desapalancamiento, aunque de desigual intensidad. Existen tres motivos principales que podrían explicar el comportamiento de las entidades: a) restricciones a la distribución de dividendos; b) incertidumbre sobre la pauta de reconstrucción de los *buffers*; y c) posible efecto estigma.

Las actuaciones de las autoridades han podido desactivar, al menos en parte, los dos primeros factores. Así, los supervisores han procurado la contención y, a menudo, la anulación del reparto de dividendos, de manera transversal, con independencia de la situación de capital de cada entidad. Con ello, el consumo de los colchones de capital no supondría una penalización diferencial respecto a no hacerlo. Asimismo, las autoridades han comunicado expresamente su compromiso con un calendario holgado de restauración de la posición inicial de capital, en caso de que los colchones fueran utilizados para sostener el crédito (BCE, 2020a).

De este modo, el efecto estigma parece constituir la hipótesis más plausible, aunque debe, en todo caso, contrastarse. En caso de existir, resulta además pertinente analizar si la penalización del mercado se produce cuando se reducen, en términos absolutos, los ratios relevantes de capital o solo cuando lo hace la distancia entre el capital disponible y el mínimo exigido por el supervisor (margen). En el segundo caso, los bancos se mantendrían reacios a utilizar sus colchones siempre que estos no sean formalmente modificados por el regulador de manera creíble. Una reducción de los colchones exigidos en condiciones adversas (como el *CCyB*) permitiría a las entidades utilizar el margen que ello generaría sobre el capital requerido para reforzar su oferta de crédito sin que ello afectase a su valoración de mercado.

## Análisis empírico

### Formulación del modelo

La especificación del modelo econométrico intenta explicar la relación entre la cotización de la entidad, la ratio de capital observada y los mínimos regulatorios. De acuerdo con lo señalado en la sección anterior, se intenta contrastar si la ratio de capital afecta a la valoración de mercado de la entidad y, en caso de hacerlo, cómo este efecto se ve influido por posibles cambios en los requisitos regulatorios

En concreto, el modelo a estimar con datos de panel es el siguiente:

$$PBV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ratio de capital}_{it} + \beta_2 \text{mínima ratio}_{it} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{variables control}_{jit} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

donde  $PBV_{it}$  es la ratio entre el valor de mercado y el valor contable del CET1 de la entidad  $i$  en el momento  $t$ .

Las variables explicativas pretenden reflejar la situación de capital de la empresa. A estos efectos, se han empleado la ratio de capital regulatorio que presentan las entidades (CET1\_RATIO) (Afi, 2021a) y el requisito de capital que se impone regulatoriamente (CET1\_REG). La ratio de capital regulatorio es la relación entre el capital de la entidad y sus activos ponderados por riesgo, ambos medidos conforme al marco de Basilea III. El requisito de capital es la mínima ratio que se exige por el supervisor, conforme a las directrices de Basilea III.

Adicionalmente, se han añadido variables de control. En primer lugar, se ha introducido la rentabilidad (*ROE*), un factor determinante de la valoración que realiza el mercado de las entidades respecto a su valor en libros, como *proxy* de las expectativas de mercado sobre la evolución de la entidad.

En segundo lugar, se ha añadido un indicador de la calidad de los activos del balance de la entidad (*PROVISIONS\_TO\_LOANS*). El efecto de esta variable sobre el *price-to-book value* viene dado porque la mala calidad de los activos puede implicar

incertidumbre sobre la suficiencia de las provisiones frente a pérdidas que afecte a la credibilidad del patrimonio contable publicado y, por lo tanto, perjudique la valoración de mercado.

La estimación de los coeficientes  $\beta_1$  y  $\beta_2$  permite contrastar las principales hipótesis. Así, la existencia de un efecto estigma implica que el estimador de  $\beta_1$  sea positivo y significativamente distinto de cero. Por su parte, un estimador de  $\beta_2$  negativo y significativo señala la relevancia del margen sobre requisitos mínimos. En concreto, un valor negativo de  $\beta_2$  similar, en términos absolutos, al de  $\beta_1$  implicaría que la variable de capital que explica en exclusiva el efecto estigma es el margen entre capital observado y capital requerido.

La muestra utilizada consta de 50 entidades bancarias europeas cotizadas cuyo negocio principal es la banca comercial. Se han escogido entidades cuya capitalización bursátil supera los 1.000 millones de euros y cuyos activos exceden los 30.000 millones de euros. Los datos utilizados tienen frecuencia anual y se corresponden con los años 2019, 2020 y 2021.

Las variables contables, así como el requerimiento de capital, se obtienen de las memorias a cierre de año. La variable de valoración (valor de mercado sobre capital) se ha calculado con datos de cotizaciones a finales de marzo del año siguiente al de referencia. De este modo, se asegura que los precios recogen toda la información contable y regulatoria relevante para cada año y que, con carácter general, se publica durante el primer trimestre del año posterior.

## Resultados

El modelo de panel se estima utilizando el método de mínimos cuadrados ordinarios, introduciendo efectos fijos de tiempo.

Los parámetros estimados, y sus niveles de significación estadística, son los siguientes:

	Coefficiente	Probab-signif.
CET1-RATIO	8,74	0,03
CET1-REG	-4,98	0,04
ROE	5,88	0,01
PROVISIONS-TO-LOANS	-11,45	0,07

Los resultados obtenidos reflejan un efecto positivo y significativo<sup>1</sup> de la ratio de capital (CET1\_RATIO) y un efecto negativo y significativo del requisito de capital (CET1\_REG). En cuanto a las variables de control, la rentabilidad (ROE) presenta el esperado efecto positivo sobre el *price-to-book value*, mientras que la calidad de los activos (PROVISIONS\_TO\_LOANS) presenta el esperado efecto negativo.

La estimación de los efectos fijos ofrece un efecto negativo asociado a 2019 respecto a 2018 y 2020. Dado que los datos de cotizaciones se toman en el mes de marzo posterior al periodo de referencia de las estimaciones, los resultados son coherentes con la corrección generalizada de las cotizaciones bancarias tras la declaración de la pandemia en el primer trimestre de 2020 y su recuperación parcial en la segunda parte de ese año y el comienzo de 2021 (Berges, Rojas y Aires, 2021).

Se ha contrastado también la hipótesis nula de que los valores absolutos de los coeficientes de CET1\_RATIO y CET1\_REG sean idénticos (diferencia entre ambos nula). El resultado de dicho contraste es que no se puede rechazar que sean iguales con un nivel de confianza del 90%.

## Interpretación del modelo

Operando con la expresión [1], es posible obtener las expresiones [2] y [3]:

$$PBV_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{ratio de capital}_{it} - \text{mínima ratio}_{it}) + (\beta_2 - \beta_1) \text{mínima ratio}_{it} + \sum_{(j=3)}^n \beta_j \text{variables control}_{j,it} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

$$PBV_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2) \text{ratio de capital}_{it} - \beta_2 (\text{ratio de capital}_{it} - \text{mínima ratio}_{it}) + \sum_{(j=3)}^n \beta_j \text{variables control}_{j,it} + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

<sup>1</sup> Se considera significativo al 90 %, salvo indicación en otro sentido.

El coeficiente  $\beta_1$  en [1] corresponde a la ratio de capital (mientras que  $\beta_2$  es el coeficiente de la mínima ratio exigida). Dados los coeficientes estimados para estas variables, el efecto del margen sobre la mínima ratio exigida es positivo tanto en [2] como en [3].

Por otro lado, conforme al enfoque de [2], el requisito regulatorio, de manera aislada, tendría un efecto negativo, en la medida en la que  $\beta_2$  sea negativo y  $\beta_1$  sea positivo. Esto coincide con lo estimado en el modelo 1.

---

*Los resultados muestran que existe un efecto estigma asociado a la reducción del capital disponible. No obstante, cuando la reducción de la ratio de capital de la entidad se acompaña de una reducción del requisito regulatorio y, por tanto, las entidades mantienen el margen sobre la ratio mínima exigida, dicha penalización se ve en gran parte neutralizada.*

---

Conforme al enfoque de [3], la ratio de capital de manera aislada tendría un efecto positivo siempre que  $\beta_1$  fuese superior en valor absoluto a  $\beta_2$ . El modelo 1 efectivamente da lugar a un coeficiente de la ratio de capital superior al de la mínima ratio exigida, y por tanto corroboraría tal efecto neto positivo. En ese caso, concluiríamos que el mercado no sólo valora el margen sobre la ratio mínima exigida, sino que también valora el nivel absoluto de capital de la entidad. Sin embargo, el test de Wald indica que no se puede rechazar que  $\beta_1$  sea igual  $-\beta_2$  con un nivel 90 % de confianza.

En conclusión, el efecto estigma no es independiente de las exigencias del supervisor respecto a la mínima ratio de capital que deben tener las entidades. Una reducción de la ratio de capital de la entidad se penaliza por el mercado. Sin embargo, si se acompaña de una reducción del requisito regulatorio y, por tanto, si las entidades mantienen el margen sobre la ratio mínima exigida, dicha penalización se ve matizada. Es más, no se puede rechazar que sea completamente neutralizada.

Los resultados, por lo tanto, muestran que existe un efecto estigma asociado a la reducción del capital disponible. No obstante, este no sería independiente de las exigencias del supervisor. Cuando la reducción de la ratio de capital de la entidad se acompaña de una reducción del requisito regulatorio y, por tanto, las entidades mantienen el margen sobre la ratio mínima exigida, dicha penalización se ve en gran parte neutralizada.

Tomando esto en consideración, una reforma del actual sistema de *buffers* que podría ser conveniente sería un aumento de su ajustabilidad. Esto significaría una reducción del requerimiento de capital que se ajustara en contextos recesivos o de alta tensión económica, como ya sucede con el CCyB. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre con el CCyB, el ajuste debería poder producirse en cualquier momento en función de perturbaciones inesperadas (estén o no ligadas al ciclo del crédito). La mayor ajustabilidad supondría que el supervisor no se limitase a animar a utilizar un colchón con carácter temporal, sino que de hecho exija niveles inferiores de capital en base a un conjunto amplio de indicadores macroeconómicos.

## Referencias

- AFI, ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2021a). Coste de capital de la banca europea: evolución y factores explicativos. *Nota Bancaria. Análisis y seguimiento Servicios Financieros*.
- AFI, ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2021b). Bancos en Bolsa en 2020: líderes en caídas y en recuperación. *Nota Bancaria. Análisis y seguimiento Servicios Financieros*.
- ANDREEVA, D., BOCHMANN, P. Y COUAILLIER, C. (2020). Financial market pressure as an impediment to the usability of regulatory capital buffers. *Macroprudential Bulletin*. ECB.
- BCBS, BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2020a). Basel Committee coordinates policy and supervisory response to Covid-19. Nota de prensa, 20 de marzo.
- BCBS, BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2020b). Basel Committee meets; discusses impact of Covid-19; reiterates guidance on buffers. Nota de prensa, 17 de junio.

BCE, BANCO CENTRAL EUROPEO (2020a). Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus. Nota de prensa, 12 de marzo.

BCE, BANCO CENTRAL EUROPEO (2020b). *Financial Stability Review*, noviembre.

BERGES, A., ROJAS, F. y AIRES, D. (2021). Valoración bursátil de la banca española y europea: caída y recuperación

en el marco COVID-19. *Cuadernos de Información Económica*, 282 (mayo-junio). <https://www.funcas.es/articulos/valoracion-bursatil-de-la-banca-espanola-y-europea-caida-y-recuperacion-en-el-marco-covid-19/>

SCHMITZ, S. W., NELLSEN, V., POSCH, M. y STROBL, P. (2021). Buffer usability and potential stigma effects. *SUERF Policy Note*.



## Análisis del sector exterior español tras la COVID-19: ¿oportunidades en tiempos de cambios?

Ramon Xifré\*

**El objetivo del presente trabajo es analizar hasta qué punto la crisis de la COVID-19 ha generado cambios y oportunidades en la posición exterior de la economía española. La caída en las importaciones y exportaciones pos-COVID (cerca del 40 % interanual) es comparable a la caída posterior a la crisis global de 2008, pero la recuperación (con un crecimiento interanual de las exportaciones superior al 70 % en abril de 2021) ha sido mucho más vigorosa. Esto plantea la cuestión de si se trata principalmente de un mero efecto de compensación frente a los flujos interrumpidos de 2020 o si se están produciendo cambios estructurales significativos. Es todavía pronto para dar una respuesta clara, pero hay ciertos indicios de cambio estructural. El saldo de la balanza comercial no energética, sistemáticamente en déficit, está en superávit en los seis primeros meses de 2021. El sector que contribuye en mayor medida a esta recuperación es la exportación de productos alimentarios y el mercado que principalmente soporta esta subida es el extra-UE. En la medida en que este sector es uno de los pilares de las exportaciones españolas, puede considerarse que se están sentando las bases para una mejora estructural de la posición exterior de la economía española.**

El objetivo del presente trabajo es analizar hasta qué punto la crisis de la COVID-19 ha generado cambios en la posición exterior de la economía española. De este modo, se pretende contribuir al actual debate sobre las oportunidades y desafíos presentes en la recuperación de la economía española (Torres y Fernández, 2021) y da continuidad a

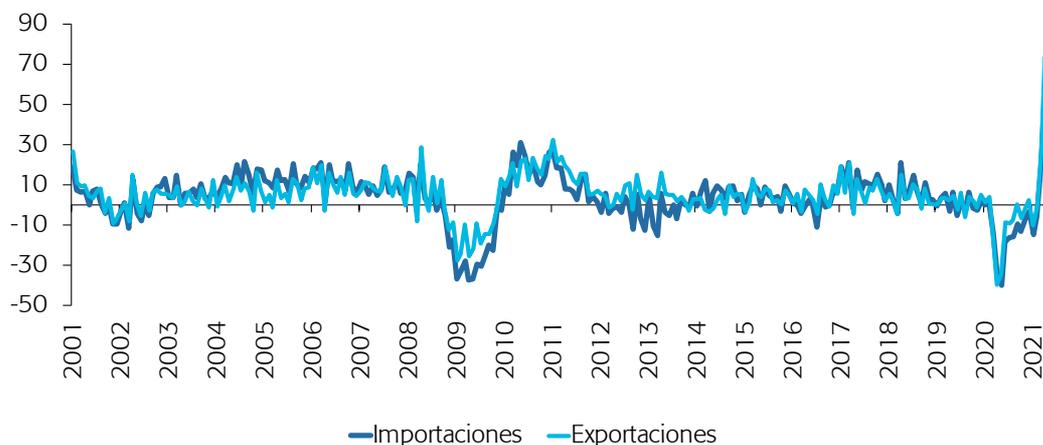
análisis anteriores (Xifré, 2015, 2019). El trabajo se centra en las importaciones y exportaciones de bienes de España con destino intra-UE y extra-UE a partir de los datos de Eurostat, cubriendo como último dato el mes de junio de 2021. Se realiza primero un análisis agregado y posteriormente en términos desagregados por sectores.

\* ESCI-Universitat Pompeu Fabra, UPF Barcelona School of Management, PPSRC - IESE Business School.

Gráfico 1

## Variación interanual en las importaciones y exportaciones de España al resto del mundo entre enero de 2001 y junio de 2021

(En porcentaje)



Fuente. Eurostat.

Más allá del análisis coyuntural del sector exterior, el presente trabajo pretende también contribuir a la reflexión sobre el lugar que la economía española ocupa en un entorno internacional en tiempos de cambios y, muy probablemente, afectado todavía por los procesos de ajuste pos-COVID-19.

### Análisis agregado

En primer lugar, se pretende situar la evolución reciente del comercio de bienes de España en perspectiva temporal. Por ese motivo, el gráfico 1 muestra las variaciones interanuales de las exportaciones e importaciones mensuales españolas al resto del mundo entre los meses de enero de 2001 a junio de 2021. Como se puede observar, la mayor parte de las fluctuaciones en periodos ajenos a las crisis se ha mantenido entre crecimientos interanuales del 20 % y caídas del 10 %.

Después de la irrupción de la crisis económica y financiera global en 2008, las exportaciones españolas experimentaron caídas del 30 % en diversos meses, mientras que las caídas de las importaciones llegaron al 40 %. El periodo de caídas interanuales

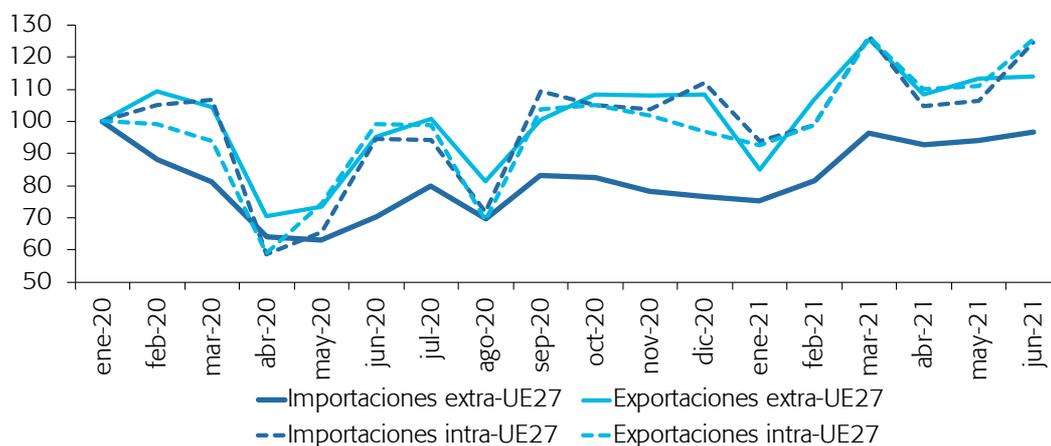
atípicamente altas (superiores al 20 %) se alargó entre los meses de noviembre de 2008 a octubre de 2009 para las importaciones y entre enero y julio de 2009 para las exportaciones. Posteriormente, se produjo un periodo de recuperación con tasas de crecimiento atípicamente altas (superiores al 20 %), a partir de marzo de 2010, extendiéndose hasta enero de 2011 en el caso de las importaciones y abril de 2011 para las exportaciones.

En el caso de la crisis de la COVID-19, los periodos de caídas sostenidas fueron de menor duración (empezaron en marzo de 2020, cesando en agosto para el caso de las importaciones y en mayo para las exportaciones), pero de mayor intensidad (alcanzándose una caída de ambos flujos del 40 % interanual). El hecho más destacable es la fortísima recuperación de ambos flujos que, naturalmente, se debe en buena parte a las caídas previas de 2020. En abril de 2021 las exportaciones aumentaron un 73 % interanual y un 50 % en mayo, mientras que las importaciones registraron crecimientos del 62 % y 56 % respectivamente. Estas reacciones tan súbitas no se observaron en la anterior crisis. En suma, estos datos confirman que nos encontramos en un periodo claramente atípico en términos históricos y de perspectivas aún inciertas.

Gráfico 2

**Exportaciones e importaciones de bienes de España, con destino intra y extra-UE27**

(Índice, enero de 2020 = 100).



Fuente. Eurostat.

Para conocer más detalles de los flujos agregados, el gráfico 2 muestra la evolución mensual del comercio exterior de bienes de España haciendo una doble descomposición: en términos de destino, intra-UE27 o extra-UE27, y en términos de flujo, importaciones y exportaciones. Las cuatro series están normalizadas con respecto al mes de enero de 2020, es decir, se representan como un índice, correspondiendo a enero de 2020 el valor de 100. Esta representación permite observar la velocidad de recuperación de cada una de las series.

El comercio de bienes de España intra-UE27 muestra una evolución parecida tanto para el caso de las exportaciones como para el de las importaciones. Como ya se ha mostrado más arriba, en el momento de la máxima caída pos-COVID, ambas series experimentaron la misma reducción (un 40 %) y su trayectoria posterior es igualmente parecida, recuperando ambas en febrero de 2021 los niveles de enero de 2020. La evolución de las exportaciones españolas extra-UE27 guarda un cierto parecido con las dos series anteriores. En cambio, las importaciones de España extra-UE27 presentan una evolución diferenciada. El impacto de la primera caída en abril de 2020 fue parecido a las tres series anteriores, pero la recuperación ha sido más lenta y

en junio de 2021 todavía no se había recuperado el nivel de enero de 2020. En otras palabras, las importaciones españolas procedentes del mundo se diferencian tanto de las exportaciones españolas hacia el resto del mundo como de las importaciones españolas procedentes de la UE-27. Este es un dato que conviene retener.

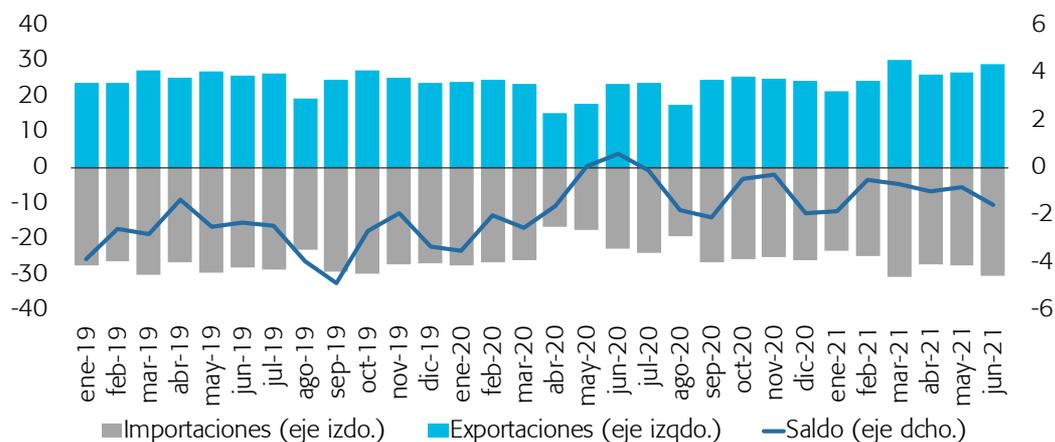
*La mejoría pos-COVID en los saldos intra-UE se ha visto acompañada de un creciente deterioro en los déficits extra-UE, resultando una expansión del déficit comercial agregado desde febrero de 2021.*

Pasando ahora al análisis del saldo de la balanza comercial de bienes, el gráfico 3 representa dicho saldo y ambos flujos entre enero de 2019 y junio de 2021. Como es bien conocido, la balanza comercial española de bienes con el resto del mundo presenta un déficit sistemático, que durante 2019 osciló entre 1.000 y 5.000 millones de euros mensuales. La crisis de la COVID-19 provocó una reducción de este déficit, hasta llegar a registrar leves superávits de 46 y 575 millones de euros en

Gráfico 3

**Exportaciones, importaciones de bienes de España y saldo comercial**

(Miles de millones de euros)



Fuente: Eurostat.

mayo y junio de 2020. Vista la evolución posterior, estos superávits parecen obedecer mucho más a las condiciones excepcionales del momento que a una mejora estructural de la posición internacional de las empresas españolas. Con todo, y este es otro punto a retener, los déficits comerciales

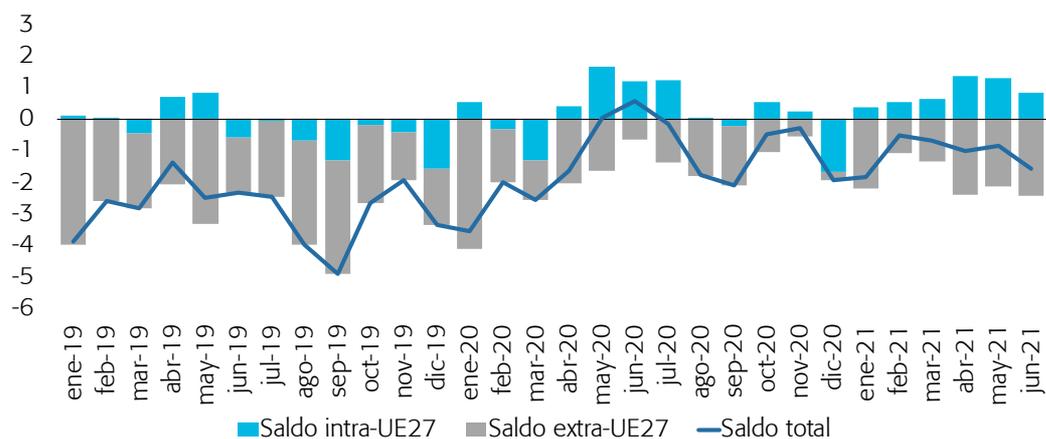
mensuales pos-COVID oscilan en una banda significativamente menor y no han superado los 2.000 millones de euros hasta el momento.

Para realizar un primer análisis del origen de esta posible mejora estructural en la posición exterior de

Gráfico 4

**Contribución de los saldos intra-UE y extra-UE al saldo de la balanza comercial española de bienes**

(Miles de millones de euros)

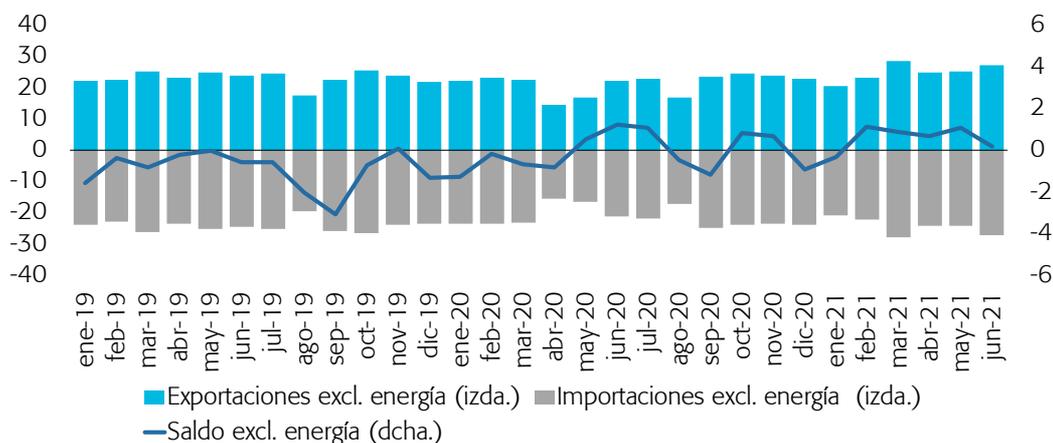


Fuente: Eurostat.

Gráfico 5

## Exportaciones, importaciones de bienes y saldo comercial español, excluyendo combustibles y otros bienes energéticos

(Miles de millones de euros)



Fuente. Eurostat.

la economía española, el gráfico 4 descompone el saldo comercial agregado en las contribuciones de los saldos comerciales intra-UE27 y extra-UE27.

Una primera observación es que, como es bien sabido, el saldo intra-UE27 está más equilibrado que el saldo extra-UE27, que presenta sistemáticamente déficits significativos, en buena medida debido a la importación de productos energéticos. En el periodo pre-COVID, los únicos superávits intra-UE27 corresponden a los meses de abril y marzo de 2019 y febrero de 2020. El gráfico 4 permite explicar la mejoría en el saldo global pos-COVID como resultado de unos superávits intra-UE27 que se observan de forma estable desde enero de 2021. Con todo, también hay que hacer notar que esta mejora en los saldos intra-UE se ha visto acompañada de un creciente deterioro en los déficits extra-UE, resultando una expansión del déficit comercial agregado desde febrero de 2021.

### Análisis desagregado

Como primer análisis desagregado, el gráfico 5 representa las exportaciones, importaciones y saldo

comercial total de la balanza no energética, es decir, excluyendo el comercio de combustibles y otros bienes energéticos. La balanza energética se basa en la clasificación de productos según la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI, o *SITC* por sus siglas en inglés) considerando el capítulo 3 (combustibles y lubricantes minerales y productos conexos). La balanza no energética se obtiene sustrayendo el capítulo 3 a la balanza comercial total.

Como se puede observar, el saldo de la balanza comercial no energética española presenta sistemáticamente mejores resultados que la balanza total, reflejando el conocido hecho de que España, como la mayoría de los países industrializados, es importador neto de combustibles y bienes energéticos. De nuevo se observa una mejoría reciente en el saldo no energético de la balanza comercial española alcanzando superávit en febrero de 2021 y manteniéndolo desde entonces.

Obviando ahora el año 2020, por el impacto tan extraordinario y atípico de la COVID-19, el cuadro 1 presenta los saldos durante los seis primeros meses de año en 2019 y 2021 bajo una doble descomposición: geográfica (mundo, intra-UE27 y extra-UE27)

## Cuadro 1

**Saldos comerciales entre enero y junio según destino, tipo de balanza y año**

(Millones de euros)

	2019	2021
<b>A. Mundo</b>		
Saldo comercial total	-15.415,3	-6.471,0
Saldo balanza no energética	-3.455,2	3.663,6
Saldo balanza energética	-11.960,1	-10.134,6
<b>B. Intra UE-27</b>		
Saldo comercial total	6.277	5.024,6
Saldo balanza no energética	-21.478	4.076,8
Saldo balanza energética	27.75,5	947,8
<b>C. Extra UE-27</b>		
Saldo comercial total	-16.043,0	-11.495,6
Saldo balanza no energética	-1.307,4	-413,2
Saldo balanza energética	-14.735,6	-11.082,4

Fuente. Eurostat.

y por tipo de producto (balanza comercial total, balanza energética y balanza no energética).

Probablemente el punto más destacable que se observa en el cuadro 1 es el cambio en el signo de la balanza no energética mundial de los seis primeros meses del año, pasando de un déficit de más de 3.400 millones a un superávit superior a los 3.600 millones (panel A del cuadro 1). Por tanto, se ha producido una mejora de más de 7.100 millones en el saldo de la balanza no energética en la primera mitad del año entre 2021 y 2019. Como se puede apreciar en el cuadro 1 (panel B), la mayor parte de esta mejora en los saldos de la balanza no energética proceden del comercio intra-UE, que pasa de un déficit superior a los 2.100 millones a un superávit de casi de 4.100 millones. En cuanto a la balanza no energética extra-UE (panel C), se ha producido también una mejora, pero más discreta, manteniéndose en déficit, pero reduciéndose su importe, de los cerca de 1.300 millones en 2019 a cerca de 400 millones en 2021.

Para conocer con mayor detalle los sectores responsables de esta mejora en el saldo de la balanza no energética posterior a la crisis de la COVID-19,

el cuadro 2 descompone los saldos en los seis primeros meses de 2019 y 2021 en los nueve capítulos, excluyendo los combustibles, de la clasificación CUCI. Este cuadro, en primer lugar, realiza una doble descomposición de los saldos no energéticos (por destino y por capítulo de mercancía), y en segundo lugar presenta para cada capítulo la variación en el saldo total y la contribución de cada capítulo a la variación del saldo total.

*La mayor contribución a la mejora del saldo no energético corresponde al capítulo de los productos alimenticios y animales vivos, que representa cerca del 42 % de la mejora total. En términos geográficos, esta mejora se concentra en el comportamiento de los flujos extra-UE, que incrementan muy significativamente su superávit, pasando de los 116 a los 2.320 millones de euros.*

Como se puede apreciar, la mayor contribución a la mejora del saldo no energético corresponde, con mucha diferencia, al capítulo de los productos alimenticios y animales vivos (capítulo 0 de la

Cuadro 2

**Saldos comerciales de los capítulos no energéticos, entre enero y junio, según destino y año**

(Millones de euros)

Capítulo de la clasificación CUCI - SITC	Enero - junio 2019			Enero - junio 2021			Variación del Saldo	Contribuc. a la variación total (%)
	Intra-UE	Extra-UE	Saldo total	Intra-UE	Extra-UE	Saldo total		
0. Productos alimenticios y animales vivos	7.205,2	116,8	7.322,0	7.983,3	2.320,0	10.303,3	2.981,3	41,9%
1. Bebidas y tabacos	-233,3	807,0	573,7	-222,0	953,8	731,8	158,1	2,2%
2. Materiales crudos no comestibles, excepto los combustibles	-406,5	-1.851,4	-2.257,9	-425,3	-2.305,0	-2.730,3	-472,3	-6,6%
4. Aceites, grasas y ceras de origen animal y vegetal	984,0	26,0	1.010,0	846,7	77,9	924,6	-85,3	-1,2%
5. Productos químicos y productos conexos	-4.653,2	-196,4	-4.849,6	-3.811,3	-1.291,3	-5.102,6	-253,0	-3,6%
6. Artículos manufacturados clasificados según material	1.998,1	1.812,3	3.810,3	3.870,7	1.744,1	5.614,7	1.804,4	25,3%
7. Maquinaria y equipo de transporte	-5.892,0	2.302,2	-3.589,9	-4.050,5	1.586,2	-2.464,4	1.125,5	15,8%
8. Artículos manufacturados diversos	-1.630,9	-5.137,9	-6.768,8	-1.005,9	-4.208,5	-5.214,4	1.554,4	21,8%
9. Mercancías y operaciones no clasificadas en otra rúbrica	480,9	814,1	1.295,0	891,0	709,7	1.600,7	305,7	4,3%
<b>Total no energética</b>	<b>-2.147,8</b>	<b>-1.307,4</b>	<b>-3.455,2</b>	<b>4.076,8</b>	<b>-413,2</b>	<b>3.663,6</b>	<b>7.118,8</b>	<b>100,0%</b>

Fuente. Eurostat.

CUCI), que representa cerca del 42 % de la mejora total. En términos geográficos, esta mejora de concentra en el comportamiento de los flujos extra-UE, que incrementan muy significativamente su superávit, pasando de los 116 a los 2.320 millones de euros. A pesar de que el saldo intra-UE en

este capítulo es mucho mayor, su mejora es más discreta.

En segundo lugar, las dos ramas de productos vinculados con las manufacturas (capítulos 6 y 8 de la CUCI) contribuyen de forma relativamente parecida a

la mejora. El capítulo 6 (cuyo nombre oficial es “artículos manufacturados, clasificados principalmente según el material”) recoge manufacturas relativamente menos elaboradas tales como cuero, caucho, papel, tejidos, etc., así como metales. El capítulo 8 incluye manufacturas más elaboradas como las prendas de vestir y calzado, muebles, instrumentos científicos, y manufacturas elaboradas diversas. Con todo, la forma en que estos dos capítulos contribuyen a la mejora del saldo es diferente. En el caso del capítulo 6, se produce una mejora importante en el superávit existente intra-UE, pasando de 1998 a 3.870 millones de euros y un leve retroceso en superávit extra-UE. En el caso del capítulo 8, se debe a una reducción de los déficits tanto intra-UE como extra-UE, destacando ligeramente la mejora en este último, que pasa de los 5.137 a los 4.208 millones de euros.

## Conclusiones

Como ha ocurrido con tantos otros fenómenos, la reacción de las importaciones y exportaciones españolas a la crisis de la COVID-19 no conoce precedentes históricos inmediatos. Nos encontramos en una situación y perspectivas dominadas todavía por la incertidumbre. La caída en ambos flujos pos-COVID (cerca del 40 % interanual) es comparable a la caída posterior a la crisis económica y financiera de 2008, pero la recuperación (con un crecimiento interanual de las exportaciones superior al 70 % en abril de 2021) ha sido mucho más vigorosa.

Esta súbita recuperación puede deberse principalmente a la reactivación de flujos retenidos por la crisis o, alternativamente, puede ser que la crisis de la COVID-19 haya propiciado cambios estructurales en el comportamiento exterior de la economía y las empresas españolas. No se puede responder todavía de forma clara a esta cuestión y el presente trabajo presenta algunos análisis preliminares de las exportaciones e importaciones de mercancías, con destino tanto intra como extra-UE.

Durante el año 2019, el déficit comercial español mensual osciló entre 1.000 y 5.000 millones de euros. Los déficits mensuales pos-COVID oscilan en una banda menor y no han superado los 2.000

millones. El origen geográfico de esta mejora está principalmente en los intercambios intra-UE, que han pasado de estar en déficits casi sistemáticos previamente a la COVID-19 a mantener superávits desde enero de 2021.

Hay que resaltar el cambio en el signo de la balanza no energética de los seis primeros meses del año, que ha pasado de un déficit de más de 3.400 millones en 2019 a un superávit de más de 3.600 millones en 2021, es decir, arrojando una mejora superior a los 7.100 millones de euros en la primera mitad del año. En términos sectoriales, los productos que han contribuido más a la mejora del saldo total son los alimentarios, concentrándose la mejora en el comercio extra-UE. En segundo lugar, la mejora en el saldo no energético se explica por la mejora en el comportamiento de las manufacturas, tanto las más elaboradas como las relativamente menos elaboradas, en este caso con mayor contribución de las exportaciones intra-UE.

Es pronto para hablar de cambios estructurales, pero el hecho de que sea el sector primario —que ya es un pilar de las exportaciones españolas y con capacidades productivas probadas y robustas— el responsable de la mejora en los saldos totales da pie a cierto optimismo de cara a la evolución futura del sector exterior español.

## Referencias

- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2021). La economía española en recuperación: oportunidades y desafíos. *Cuadernos de Información Económica*, 283, pp. 1-10. <https://www.funcas.es/articulos/la-economia-espanola-en-recuperacion-oportunidades-y-desafios/>
- XIFRÉ, R. (2015). La internacionalización de la economía española: avances, limitaciones y mejores prácticas. *Cuadernos de Información Económica*, 249, pp. 43-52. [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/249art06.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/249art06.pdf)
- XIFRÉ, R. (2019). La internacionalización de la economía española: evolución reciente y reformas pendientes. *Cuadernos de Información Económica*, 274, pp. 19-26. [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/273art04.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/273art04.pdf)

# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

## INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

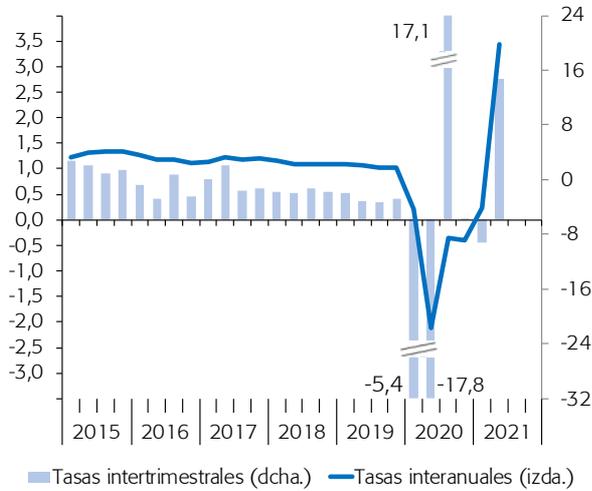
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo			Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)	
				Total	Construcción	Equipo y otros productos					
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>											
2014	1,4	1,7	-0,7	4,1	3,0	5,2	4,5	6,8	1,9	-0,5	
2015	3,8	2,9	2,0	4,9	1,5	8,2	4,3	5,1	3,9	-0,1	
2016	3,0	2,7	1,0	2,4	1,6	3,1	5,4	2,6	2,0	1,0	
2017	3,0	3,0	1,0	6,8	6,7	6,9	5,5	6,8	3,1	-0,2	
2018	2,3	1,7	2,3	6,3	9,5	3,4	1,7	3,9	2,9	-0,6	
2019	2,1	1,0	2,0	4,5	7,1	1,9	2,5	1,2	1,6	0,5	
2020	-10,8	-12,0	3,3	-9,5	-9,6	-9,5	-20,1	-15,2	-8,6	-2,2	
2021	6,3	7,6	2,5	6,3	3,6	8,8	11,4	11,1	6,0	0,3	
2022	5,8	4,3	3,1	10,5	12,4	8,6	11,9	10,5	5,3	0,5	
2020	I	-4,3	-5,3	3,5	-5,1	-6,3	-3,9	-6,9	-5,3	-3,6	-0,6
	II	-21,6	-24,7	3,3	-24,3	-25,4	-23,1	-38,0	-32,6	-19,0	-2,6
	III	-8,6	-9,2	4,0	-9,0	-12,5	-5,4	-19,7	-15,7	-6,8	-1,8
	IV	-8,9	-9,4	4,5	-7,2	-11,5	-2,8	-16,0	-9,4	-6,4	-2,5
2021	I	-4,2	-4,2	3,2	-3,2	-10,7	4,4	-9,7	-5,2	-2,6	-1,6
	II	19,8	28,7	3,4	19,9	10,4	29,5	34,1	36,8	20,1	-0,3
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales</b>											
2020	I	-5,4	-5,8	1,1	-4,9	-4,2	-5,6	-8,6	-5,8	-16,8	11,4
	II	-17,8	-20,7	0,6	-20,5	-20,7	-20,2	-32,4	-28,6	-63,1	45,3
	III	17,1	21,5	1,3	21,5	16,7	26,4	29,6	26,8	63,0	-45,9
	IV	0,0	-0,1	1,3	1,0	-0,2	2,1	4,9	6,2	1,4	-1,3
2021	I	-0,4	-0,4	-0,1	-0,8	-3,2	1,4	-1,7	-1,3	-1,2	0,8
	II	2,8	6,5	0,8	-1,5	-2,0	-1,0	0,4	2,9	13,8	-11,1
	<b>Precios corrientes (mm euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>									
2014	1.032	59,4	19,6	17,8	8,8	8,9	33,5	30,4	96,9	3,1	
2015	1.078	58,5	19,5	18,0	8,7	9,3	33,6	30,6	97,0	3,0	
2016	1.114	58,2	19,1	18,0	8,6	9,4	33,9	29,9	96,0	4,0	
2017	1.162	58,4	18,6	18,7	9,0	9,7	35,1	31,5	96,4	3,6	
2018	1.204	58,2	18,7	19,5	9,7	9,7	35,1	32,4	97,3	2,7	
2019	1.245	57,3	18,9	19,9	10,0	9,9	34,9	31,9	97,0	3,0	
2020	1.122	56,0	22,0	19,8	9,8	10,1	30,6	29,1	98,5	1,5	
2021	1.207	57,4	21,5	19,8	9,5	10,3	32,6	32,0	99,3	0,7	
2022	1.298	56,6	20,9	20,6	10,1	10,5	33,6	32,2	98,6	1,4	

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

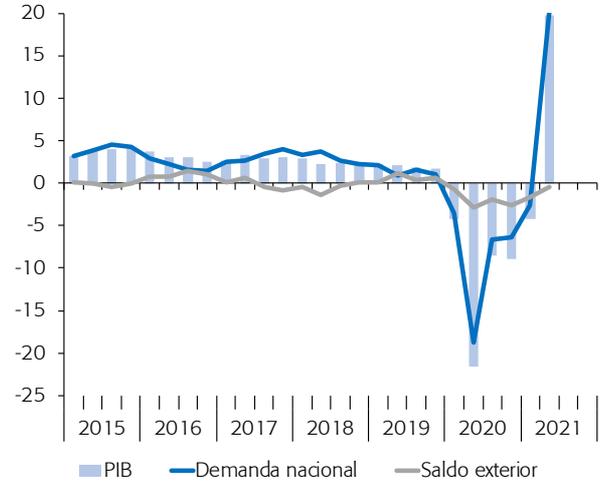
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

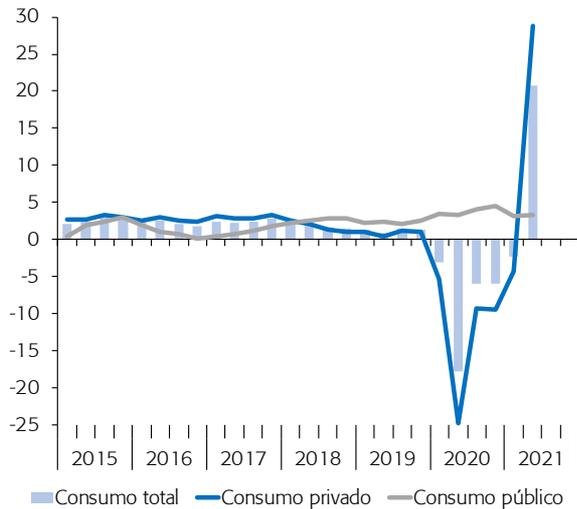
**Gráfico 1.1.- PIB**  
Tasas de crecimiento



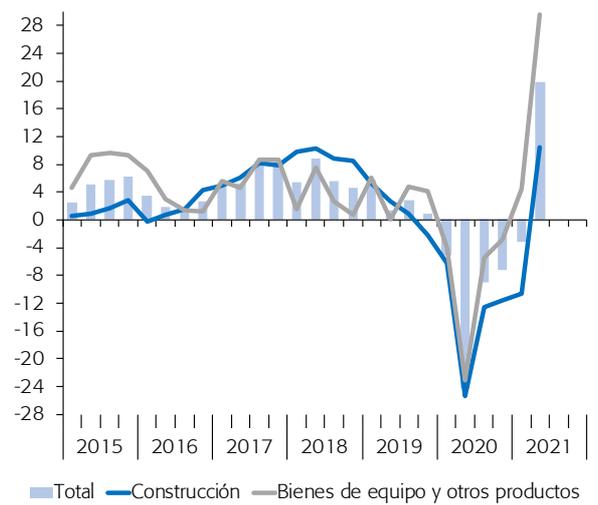
**Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB**  
Puntos porcentuales



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



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



## Cuadro 2

## Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico\*

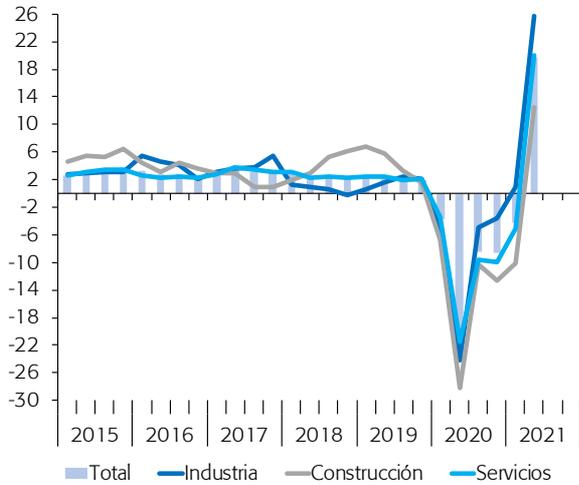
	Valor añadido bruto a precios básicos									Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios		
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>										
2015	3,3	4,7	3,0	4,6	5,4	3,1	1,1	3,8	9,6	
2016	2,8	4,8	4,1	2,3	3,9	2,4	1,4	2,7	5,2	
2017	3,1	-3,7	4,0	5,7	2,0	3,3	2,5	3,5	1,9	
2018	2,5	7,5	0,6	0,0	4,1	2,6	1,0	3,1	1,8	
2019	2,1	-2,3	1,7	1,2	4,3	2,2	1,2	2,6	0,1	
2020	-10,6	5,3	-9,6	-10,7	-14,5	-11,1	1,5	-15,1	-12,9	
2021 (a)	6,5	0,7	12,0	14,3	-0,3	6,2	5,1	6,6	8,0	
2019 III	2,0	0,0	2,4	1,9	3,2	1,9	1,0	2,2	0,0	
IV	1,9	-5,3	2,1	2,0	1,7	2,2	1,5	2,4	-0,3	
2020 I	-3,8	1,0	-5,4	-6,2	-6,8	-3,4	0,9	-4,8	-8,9	
II	-21,5	7,6	-24,3	-27,8	-28,3	-21,5	0,1	-28,4	-22,2	
III	-8,5	4,6	-5,0	-5,4	-10,2	-9,6	1,3	-13,1	-9,0	
IV	-8,6	8,2	-3,6	-3,7	-12,7	-10,0	3,5	-14,3	-11,7	
2021 I	-4,3	2,7	0,9	0,7	-10,1	-5,1	4,2	-8,3	-3,2	
II	19,7	-1,2	25,7	31,9	12,4	20,1	6,1	26,4	21,1	
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales</b>										
2019 III	0,4	1,4	0,7	0,7	-0,3	0,3	0,0	0,5	-0,1	
IV	0,5	0,1	-0,1	0,4	-0,1	0,7	0,4	0,7	-0,2	
2020 I	-5,1	2,3	-6,6	-7,5	-7,0	-4,8	-0,2	-6,3	-8,4	
II	-18,1	3,7	-19,4	-22,8	-22,6	-18,3	-0,1	-24,5	-14,8	
III	17,1	-1,4	26,4	31,9	24,8	15,5	1,1	21,9	16,9	
IV	0,3	3,4	1,3	2,2	-2,8	0,3	2,6	-0,6	-3,2	
2021 I	-0,5	-2,9	-2,3	-3,2	-4,3	0,3	0,6	0,2	0,4	
II	2,4	-0,3	0,5	1,1	-3,1	3,4	1,6	4,1	6,6	
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del VAB a precios básicos</b>								
2014	940	2,8	16,4	12,4	5,7	75,2	18,7	56,5	9,8	
2015	978	3,0	16,4	12,4	5,8	74,9	18,5	56,4	10,1	
2016	1.011	3,1	16,2	12,4	5,9	74,8	18,4	56,5	10,2	
2017	1.053	3,1	16,2	12,5	5,9	74,8	18,1	56,7	10,3	
2018	1.090	3,1	16,1	12,3	6,1	74,7	17,9	56,8	10,5	
2019	1.129	2,9	16,1	12,3	6,4	74,5	18,0	56,5	10,3	
2020	1.024	3,5	16,3	12,2	6,3	74,0	20,5	53,4	9,6	

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

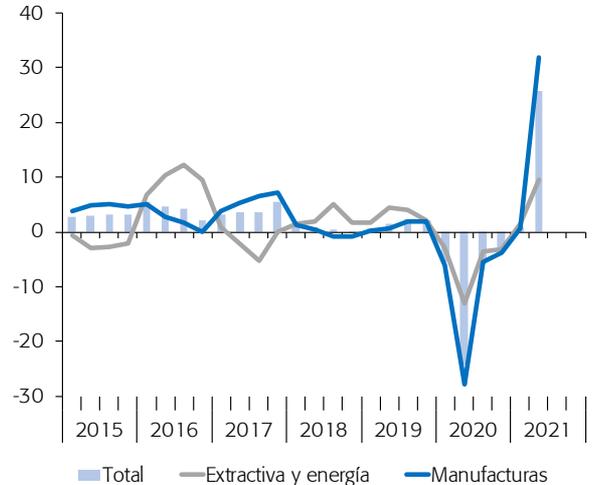
(a) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior.

Fuente: INE.

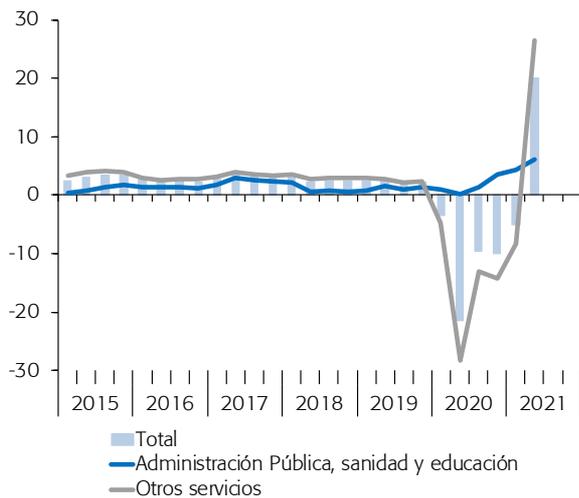
**Gráfico 2.1.- VAB por sector**  
Tasas de crecimiento interanuales



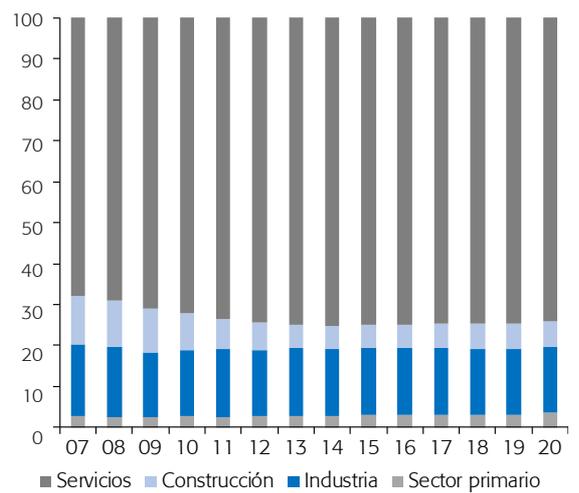
**Gráfico 2.2.- VAB, industria**  
Tasas de crecimiento interanuales



**Gráfico 2.3.- VAB, servicios**  
Tasas de crecimiento interanuales



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



Cuadro 3

## Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
<b>Índices, 2015 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario</b>												
2014	96,3	96,9	99,4	99,4	100,1	100,6	95,6	97,7	97,9	100,7	102,9	102,6
2015	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2016	103,0	102,8	100,2	99,4	99,2	98,8	102,3	103,5	98,9	100,1	101,2	100,4
2017	106,1	105,8	100,3	100,1	99,8	98,1	108,1	106,6	101,4	101,5	100,1	100,1
2018	108,5	108,5	100,0	101,2	101,2	98,4	108,2	108,8	99,4	102,4	103,0	101,2
2019	110,8	111,0	99,8	104,1	104,3	100,0	109,5	111,2	98,5	103,5	105,1	100,9
2020	98,8	102,7	96,2	105,3	109,5	103,9	97,7	102,8	95,1	101,1	106,3	100,9
2021	105,0	108,8	96,6	105,1	108,8	102,1	--	--	--	--	--	--
2022	111,2	111,1	100,1	105,4	105,4	97,1	--	--	--	--	--	--
2019 III	111,0	111,0	100,0	103,5	103,5	99,3	109,8	111,8	98,2	103,6	105,4	101,3
IV	111,4	111,9	99,6	103,7	104,1	99,0	110,3	111,1	99,2	104,3	105,1	99,2
2020 I	105,5	109,6	96,2	103,6	107,7	103,0	102,1	110,9	92,0	102,9	111,8	108,6
II	86,7	90,3	96,0	106,2	110,6	105,1	78,8	93,6	84,1	98,8	117,5	110,0
III	101,5	104,8	96,8	104,3	107,7	102,0	103,9	102,2	101,6	100,4	98,8	94,2
IV	101,5	106,1	95,7	104,6	109,3	103,0	106,2	104,4	101,7	101,8	100,1	93,7
2021 I	101,1	107,6	93,9	103,8	110,5	104,4	102,8	103,9	99,0	101,7	102,8	96,5
II	103,9	107,3	96,7	107,8	111,4	104,7	103,9	104,0	99,9	100,9	101,0	93,1
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>												
2014	1,4	1,0	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,1	-1,9	4,0	0,7	-3,2	-3,3
2015	3,8	3,2	0,6	0,6	-0,1	-0,6	4,6	2,4	2,2	-0,7	-2,9	-2,6
2016	3,0	2,8	0,2	-0,6	-0,8	-1,1	2,3	3,5	-1,1	0,1	1,2	0,4
2017	3,0	2,9	0,1	0,7	0,6	-0,7	5,7	3,0	2,5	1,4	-1,1	-0,4
2018	2,3	2,6	-0,3	1,1	1,5	0,2	0,0	2,1	-2,0	0,8	2,9	1,1
2019	2,1	2,3	-0,2	2,8	3,0	1,7	1,2	2,2	-0,9	1,1	2,0	-0,3
2020	-10,8	-7,5	-3,6	1,2	5,0	3,9	-10,7	-7,5	-3,5	-2,4	1,2	0,1
2021	6,3	5,9	0,4	-0,2	-0,6	-1,8	--	--	--	--	--	--
2022	5,9	2,2	3,6	0,3	-3,2	-4,8	--	--	--	--	--	--
2019 III	1,8	1,8	0,1	2,3	2,2	0,8	1,9	3,1	-1,1	1,0	2,1	0,4
IV	1,7	2,1	-0,4	1,9	2,3	0,7	2,0	1,9	0,1	1,0	0,9	-2,7
2020 I	-4,3	-0,6	-3,7	1,2	5,0	3,9	-6,2	0,3	-6,5	0,0	6,9	6,7
II	-21,6	-18,5	-3,8	3,0	7,1	5,9	-27,8	-15,8	-14,3	-4,3	11,7	8,8
III	-8,6	-5,6	-3,2	0,7	4,0	2,7	-5,4	-8,6	3,5	-3,0	-6,3	-7,0
IV	-8,9	-5,2	-3,9	0,8	4,9	4,1	-3,7	-6,1	2,5	-2,4	-4,8	-5,5
2021 I	-4,2	-1,9	-2,3	0,3	2,6	1,4	0,7	-6,3	7,5	-1,1	-8,0	-11,2
II	19,8	18,9	0,7	1,4	0,7	-0,4	31,9	11,1	18,7	2,0	-14,0	-15,4

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

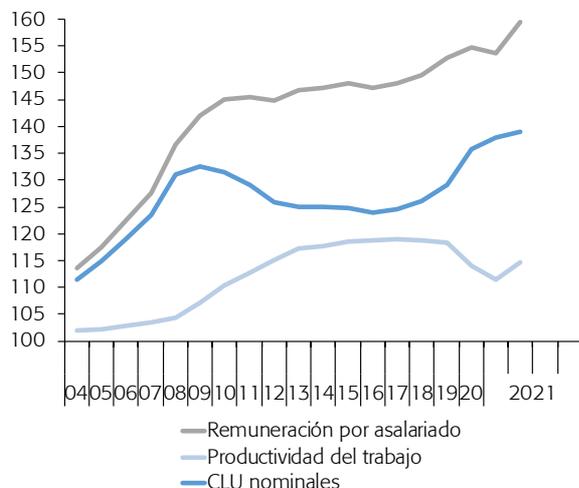
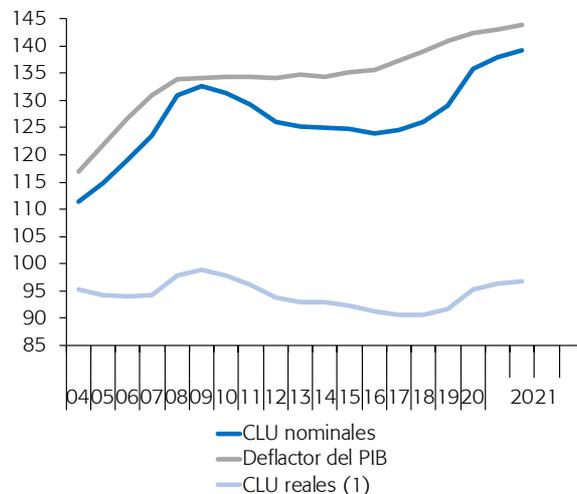


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

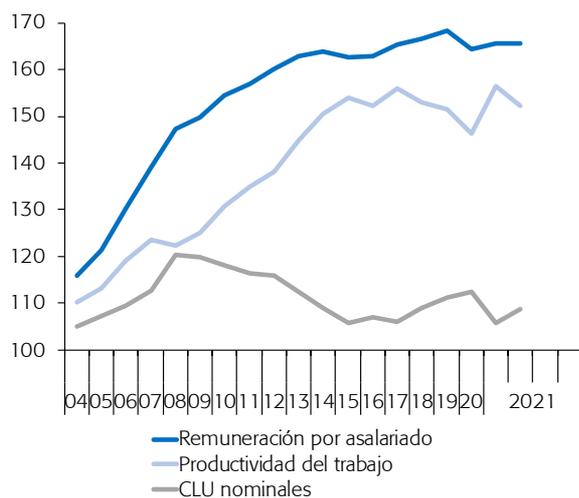
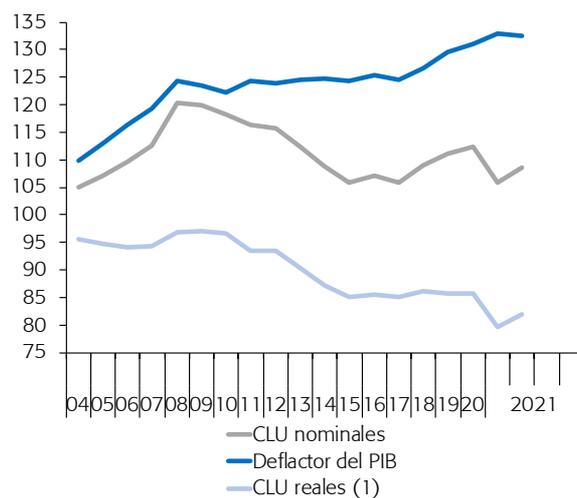


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

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

Previsiones en azul

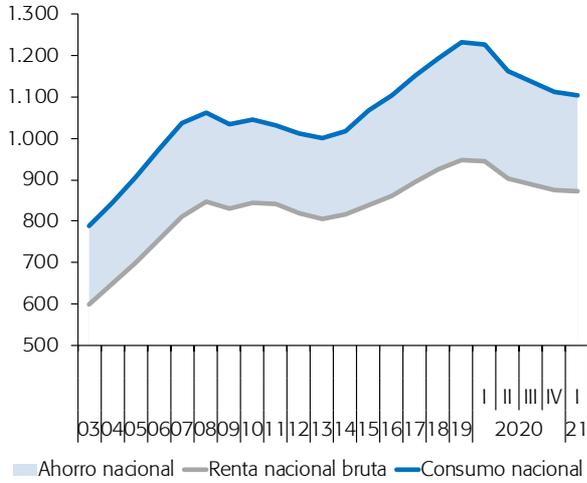
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
2014	1.032,2	473,5	455,4	1.017,7	815,4	202,3	184,8	45,9	44,1	19,6	17,9	1,7	2,1
2015	1.077,6	492,9	472,6	1.066,7	840,1	226,5	204,7	45,7	43,9	21,0	19,0	2,0	2,7
2016	1.113,8	503,7	495,8	1.104,8	860,5	244,3	208,9	45,2	44,5	21,9	18,8	3,2	3,4
2017	1.161,9	523,7	518,4	1.152,2	894,4	257,7	225,5	45,1	44,6	22,2	19,4	2,8	3,0
2018	1.203,3	545,7	531,4	1.193,7	924,2	269,5	246,4	45,4	44,2	22,4	20,5	1,9	2,4
2019	1.244,4	575,9	540,9	1.233,3	948,0	285,4	259,9	46,3	43,5	22,9	20,9	2,0	2,5
2020	1.121,9	543,9	476,4	1.112,6	873,3	239,3	232,1	48,5	42,5	21,3	20,7	0,6	1,1
2021	1.207,3	572,1	515,9	1.204,1	950,4	253,7	248,8	47,4	42,7	21,0	20,6	0,4	1,0
2022	1.299,0	587,3	582,9	1.299,8	1.003,2	296,6	278,2	45,2	44,9	22,8	21,4	1,4	2,7
2019 III	1.234,7	564,9	542,1	1.224,3	942,9	281,4	257,8	45,7	43,9	22,8	20,9	1,9	2,4
IV	1.244,8	571,0	546,4	1.233,7	948,7	285,0	258,6	45,9	43,9	22,9	20,8	2,1	2,5
2020 I	1.234,8	573,6	536,5	1.225,6	944,1	281,5	256,4	46,4	43,5	22,8	20,8	2,0	2,6
II	1.170,4	553,7	506,9	1.161,7	903,1	258,6	241,1	47,3	43,3	22,1	20,6	1,5	1,9
III	1.147,5	546,7	496,5	1.138,8	889,7	249,1	235,7	47,6	43,3	21,7	20,5	1,2	1,4
IV	1.121,7	540,1	480,4	1.112,4	875,5	236,9	229,5	48,2	42,8	21,1	20,5	0,7	1,1
2021 I	1.112,9	536,1	478,2	1.102,9	872,3	230,6	227,7	48,2	43,0	20,7	20,5	0,3	1,0
II	1.164,8	558,2	494,9	--	916,2	--	239,7	47,9	42,5	--	20,6	--	--
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
2014	1,2	1,3	0,1	1,7	1,3	3,0	5,2	0,1	-0,5	0,3	0,7	-0,3	-0,5
2015	4,4	4,1	3,8	4,8	3,0	12,0	10,8	-0,1	-0,3	1,4	1,1	0,3	0,5
2016	3,4	2,2	4,9	3,6	2,4	7,8	2,0	-0,5	0,7	0,9	-0,2	1,1	0,7
2017	4,3	4,0	4,6	4,3	3,9	5,5	8,0	-0,2	0,1	0,3	0,7	-0,4	-0,4
2018	3,6	4,2	2,5	3,6	3,3	4,6	9,3	0,3	-0,5	0,2	1,1	-0,8	-0,6
2019	3,4	5,5	1,8	3,3	2,6	5,9	5,5	0,9	-0,7	0,5	0,4	0,1	0,0
2020	-9,8	-5,6	-11,9	-9,8	-7,9	-16,1	-10,7	2,2	-1,0	-1,6	-0,2	-1,4	-1,4
2021	7,6	5,2	8,3	8,2	8,8	6,0	7,2	-1,1	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
2022	7,6	2,7	13,0	8,0	5,6	16,9	11,8	-2,2	2,2	1,8	0,8	1,0	1,7
2019 III	3,4	4,8	2,2	3,4	2,7	5,9	7,2	0,6	-0,5	0,5	0,7	-0,2	-0,1
IV	3,4	4,8	2,5	3,3	2,6	5,7	4,9	0,6	-0,4	0,5	0,3	0,2	0,0
2020 I	1,7	4,0	0,2	1,7	1,4	2,7	1,5	1,0	-0,6	0,2	0,0	0,3	0,3
II	-4,5	-0,9	-5,9	-4,4	-3,6	-7,0	-5,5	1,7	-0,7	-0,6	-0,2	-0,4	-0,5
III	-7,1	-3,2	-8,4	-7,0	-5,6	-11,5	-8,6	1,9	-0,6	-1,1	-0,3	-0,7	-1,0
IV	-9,9	-5,4	-12,1	-9,8	-7,7	-16,9	-11,2	2,3	-1,1	-1,8	-0,3	-1,5	-1,4
2021 I	-9,9	-6,5	-10,9	-10,0	-7,6	-18,1	-11,2	1,7	-0,5	-2,1	-0,3	-1,8	-1,6
II	-0,5	0,8	-2,3	--	1,5	--	-0,6	0,6	-0,8	--	0,0	--	--

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

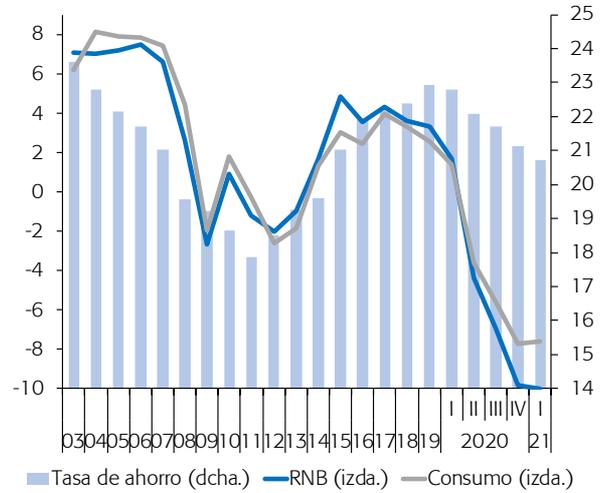
**Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro**

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



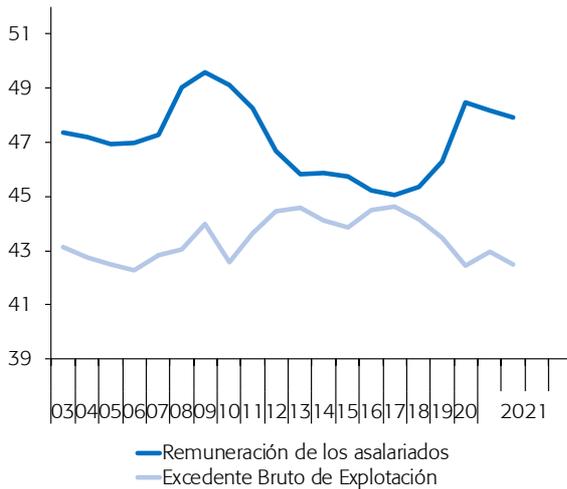
**Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro**

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



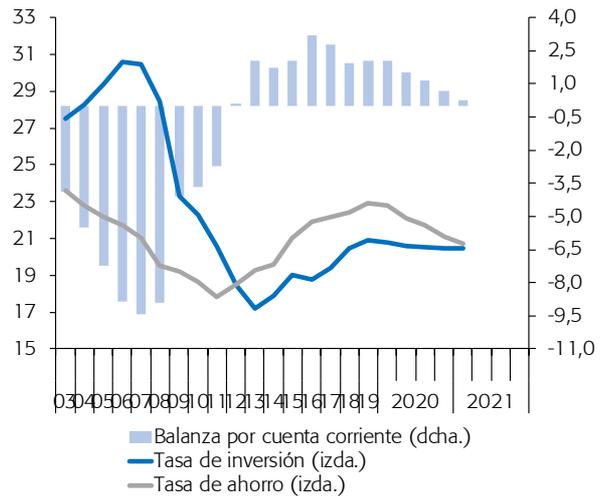
**Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta**

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



## Cuadro 5

## Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras						
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje de la RDB	Porcentaje del PIB	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje del PIB					
2014	656,2	612,7	41,5	30,2	6,3	2,9	1,0	228,7	171,7	127,7	16,6	12,4	4,7	
2015	682,2	630,2	49,0	30,5	7,2	2,8	1,7	241,0	185,1	140,4	17,2	13,0	4,4	
2016	700,6	648,3	49,2	31,8	7,0	2,9	1,4	255,3	196,2	149,2	17,6	13,4	4,4	
2017	722,9	678,1	41,8	36,8	5,8	3,2	0,2	267,0	200,7	160,6	17,3	13,8	3,6	
2018	744,9	700,3	41,8	40,9	5,6	3,4	-0,1	272,9	201,2	177,1	16,7	14,7	2,2	
2019	764,6	713,8	48,0	42,5	6,3	3,4	0,3	281,6	218,2	187,5	17,5	15,1	2,7	
2020	739,6	628,2	108,8	35,7	14,7	3,2	6,5	230,6	181,4	159,1	16,2	14,2	2,4	
2021	771,4	693,2	75,7	36,9	9,8	3,1	3,0	256,7	197,7	173,1	16,4	14,3	2,5	
2022	799,5	734,7	62,2	39,9	7,8	3,1	1,6	286,9	221,3	196,2	17,0	15,1	3,1	
2019 II	756,9	706,8	47,9	42,2	6,3	3,4	0,3	276,9	207,7	184,2	16,9	15,0	2,2	
III	760,7	710,6	47,1	42,7	6,2	3,5	0,2	278,1	210,2	185,1	17,0	15,0	2,3	
IV	764,6	713,8	48,0	42,5	6,3	3,4	0,3	281,6	218,2	187,5	17,5	15,1	2,7	
2020 I	767,8	703,9	61,2	41,6	8,0	3,4	1,4	271,5	207,4	183,7	16,8	14,9	2,1	
II	748,7	662,1	84,1	37,3	11,2	3,2	3,9	250,1	198,5	171,6	16,9	14,6	2,4	
III	746,7	648,5	95,2	37,1	12,8	3,2	4,9	241,8	188,4	165,5	16,4	14,4	2,1	
IV	739,6	628,2	108,8	35,7	14,7	3,2	6,5	230,6	181,4	159,1	16,2	14,2	2,4	
2021 I	737,5	620,6	114,1	35,8	15,5	3,2	7,0	229,0	179,1	159,7	16,1	14,4	2,3	
	Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior			Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior		
2014	0,0	1,8	-19,8	-2,7	-1,6	-0,1	-1,0	0,0	2,5	11,3	0,2	1,1	-0,6	
2015	4,0	2,9	18,1	1,1	0,9	-0,1	0,7	5,4	7,8	10,0	0,5	0,7	-0,3	
2016	2,7	2,9	0,5	4,2	-0,2	0,0	-0,3	5,9	6,0	6,2	0,4	0,4	0,0	
2017	3,2	4,6	-15,2	15,7	-1,3	0,3	-1,2	4,6	2,3	7,7	-0,3	0,4	-0,8	
2018	3,0	3,3	0,1	11,2	-0,2	0,2	-0,3	2,2	0,3	10,2	-0,6	0,9	-1,4	
2019	2,6	1,9	14,9	3,8	0,7	0,0	0,4	3,2	8,4	5,9	0,8	0,4	0,5	
2020	-3,3	-12,0	126,6	-16,0	8,4	-0,2	6,3	-18,1	-16,9	-15,1	-1,4	-0,9	-0,3	
2021	4,3	10,3	-30,5	3,5	-4,9	-0,1	-3,5	11,3	9,0	8,8	0,2	0,2	0,1	
2022	3,6	6,0	-17,8	8,0	-2,0	0,0	-1,5	11,8	11,9	13,4	0,7	0,8	0,5	
2019 II	3,3	2,5	18,6	12,3	0,8	0,3	0,3	2,0	1,0	9,5	-0,5	0,8	-1,2	
III	3,0	2,2	17,9	10,7	0,8	0,2	0,3	2,0	3,0	6,2	-0,1	0,4	-0,4	
IV	2,6	1,9	14,9	3,8	0,7	0,0	0,4	3,2	8,4	5,9	0,8	0,4	0,5	
2020 I	2,4	0,0	42,8	-0,9	2,3	-0,1	1,6	-1,1	1,6	1,7	0,0	0,0	-0,1	
II	-1,1	-6,3	75,6	-11,6	4,9	-0,3	3,6	-9,7	-4,4	-6,8	0,0	-0,4	0,3	
III	-1,8	-8,7	102,2	-13,1	6,6	-0,2	4,8	-13,1	-10,4	-10,6	-0,6	-0,6	-0,2	
IV	-3,3	-12,0	126,6	-16,0	8,4	-0,2	6,3	-18,1	-16,9	-15,1	-1,4	-0,9	-0,3	
2021 I	-4,0	-11,8	86,5	-14,0	7,5	-0,1	5,6	-15,7	-13,7	-13,1	-0,7	-0,5	0,2	

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

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

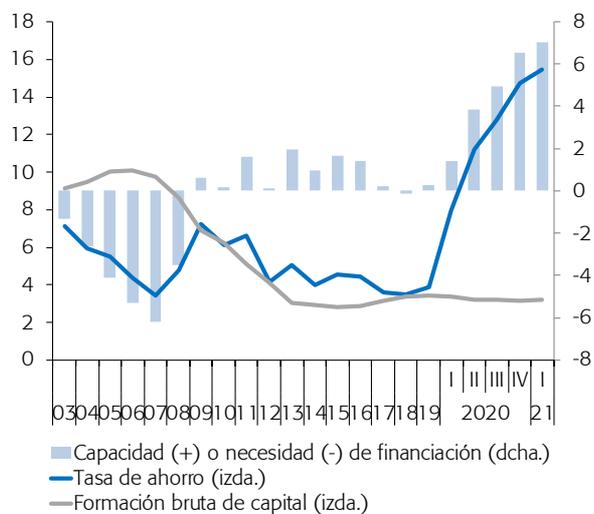
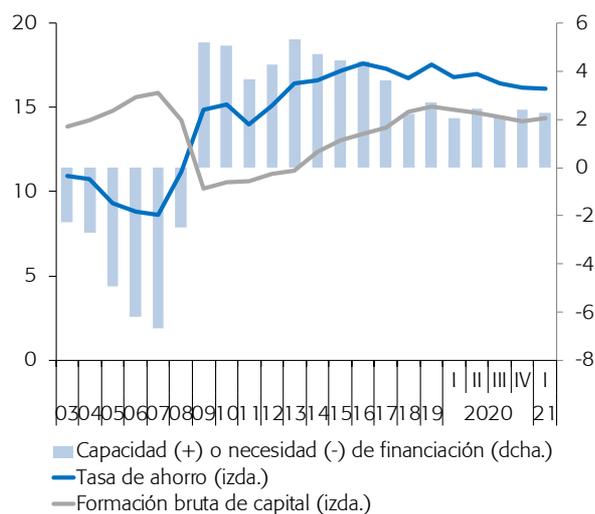


Gráfico 5.2.- Sociedades no financieras: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

## Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas

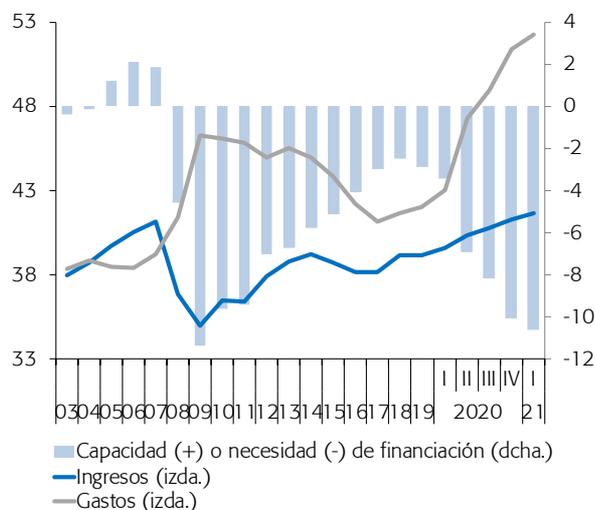
Previsiones en azul

	Ingresos no financieros					Gastos no financieros							Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	Impuestos a la producción y a las importaciones	Impuestos sobre la renta y la riqueza	Contribuciones sociales	Capital y otros ingresos	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales y transferencias en especie	Formación bruta de capital y otros gastos de capital	Otros gastos	Total		
	1	2	3	4	5=1+2+3+4	6	7	8	9	10	11	12=6+7+8+9+10+11		
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>														
2014	118,5	104,4	129,0	52,7	404,6	115,0	56,3	35,5	198,5	32,4	28,0	465,7	-61,1	-59,7
2015	126,4	107,1	131,5	52,1	417,2	119,2	59,0	32,4	198,6	35,4	28,3	473,0	-55,8	-55,2
2016	128,9	110,0	135,6	50,3	424,8	121,5	58,7	30,7	203,0	30,4	28,4	472,7	-48,0	-45,6
2017	135,1	116,9	142,4	49,1	443,5	123,5	59,9	29,3	207,4	30,6	28,0	478,7	-35,1	-34,6
2018	141,2	127,3	149,5	53,8	471,7	127,6	62,1	29,3	216,6	36,4	29,6	501,6	-29,9	-29,8
2019	142,8	129,2	160,7	55,1	487,8	134,5	64,5	28,4	229,6	34,8	31,6	523,4	-35,6	-35,6
2020	126,0	125,3	161,9	50,2	463,3	140,5	66,6	25,2	261,7	50,9	41,5	586,4	-123,1	-113,2
2021	137,6	131,0	164,2	59,7	492,5	146,1	69,8	26,7	258,0	43,2	44,1	587,8	-95,3	-95,3
2022	146,4	135,1	164,8	76,7	523,0	149,3	73,8	27,9	262,4	52,8	37,1	603,4	-80,4	-80,4
2019 I	142,5	127,1	152,5	55,0	477,1	129,4	62,9	28,9	219,5	36,4	30,5	507,4	-30,3	-30,5
II	142,4	129,0	155,3	55,2	481,8	131,7	63,2	29,3	224,0	36,3	31,1	515,7	-33,9	-33,8
III	143,2	130,8	158,0	55,8	487,8	132,9	63,7	28,8	226,0	37,3	32,1	520,8	-33,0	-32,9
IV	142,8	129,2	160,7	55,1	487,8	134,5	64,5	28,4	229,6	34,8	31,6	523,4	-35,6	-35,6
2020 I	141,7	130,6	161,6	55,8	489,7	135,6	65,4	27,9	234,2	37,0	32,2	532,3	-42,6	-42,6
II	131,6	126,6	161,4	53,1	472,8	136,8	65,6	26,6	250,4	37,1	37,5	553,9	-81,1	-81,1
III	128,1	126,7	161,4	51,8	468,0	138,3	65,9	26,0	255,6	37,1	38,8	561,7	-93,7	-93,7
IV	126,0	125,3	161,9	50,2	463,3	140,5	66,6	25,2	261,7	50,9	41,5	586,4	-123,1	-113,2
2021 I	126,0	126,0	163,3	48,5	463,7	142,4	66,1	25,4	265,7	49,2	42,9	591,7	-128,0	-117,9
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>														
2014	11,5	10,1	12,5	5,1	39,2	11,1	5,5	3,4	19,2	3,1	2,7	45,1	-5,9	-5,8
2015	11,7	9,9	12,2	4,8	38,7	11,1	5,5	3,0	18,4	3,3	2,6	43,9	-5,2	-5,1
2016	11,6	9,9	12,2	4,5	38,1	10,9	5,3	2,8	18,2	2,7	2,6	42,4	-4,3	-4,1
2017	11,6	10,1	12,3	4,2	38,2	10,6	5,2	2,5	17,9	2,6	2,4	41,2	-3,0	-3,0
2018	11,7	10,6	12,4	4,5	39,2	10,6	5,2	2,4	18,0	3,0	2,5	41,7	-2,5	-2,5
2019	11,5	10,4	12,9	4,4	39,2	10,8	5,2	2,3	18,4	2,8	2,5	42,1	-2,9	-2,9
2020	11,2	11,2	14,4	4,5	41,3	12,5	5,9	2,2	23,3	4,5	3,7	52,3	-11,0	-10,1
2021	11,4	10,9	13,6	4,9	40,8	12,1	5,8	2,2	21,4	3,6	3,7	48,7	-7,9	-7,9
2022	11,3	10,4	12,7	5,9	40,3	11,5	5,7	2,2	20,2	4,1	2,9	46,5	-6,2	-6,2
2019 I	11,7	10,5	12,5	4,5	39,2	10,6	5,2	2,4	18,0	3,0	2,5	41,7	-2,5	-2,5
II	11,6	10,5	12,7	4,5	39,3	10,7	5,2	2,4	18,3	3,0	2,5	42,0	-2,8	-2,8
III	11,6	10,6	12,8	4,5	39,5	10,8	5,2	2,3	18,3	3,0	2,6	42,2	-2,7	-2,7
IV	11,5	10,4	12,9	4,4	39,2	10,8	5,2	2,3	18,4	2,8	2,5	42,1	-2,9	-2,9
2020 I	11,5	10,6	13,1	4,5	39,6	11,0	5,3	2,3	18,9	3,0	2,6	43,1	-3,4	-3,4
II	11,2	10,8	13,8	4,5	40,4	11,7	5,6	2,3	21,4	3,2	3,2	47,3	-6,9	-6,9
III	11,2	11,0	14,1	4,5	40,8	12,1	5,7	2,3	22,3	3,2	3,4	48,9	-8,2	-8,2
IV	11,2	11,2	14,4	4,5	41,3	12,5	5,9	2,2	23,3	4,5	3,7	52,3	-11,0	-10,1
2021 I	11,3	11,3	14,7	4,4	41,7	12,8	5,9	2,3	23,9	4,4	3,9	53,2	-11,5	-10,6

Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

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

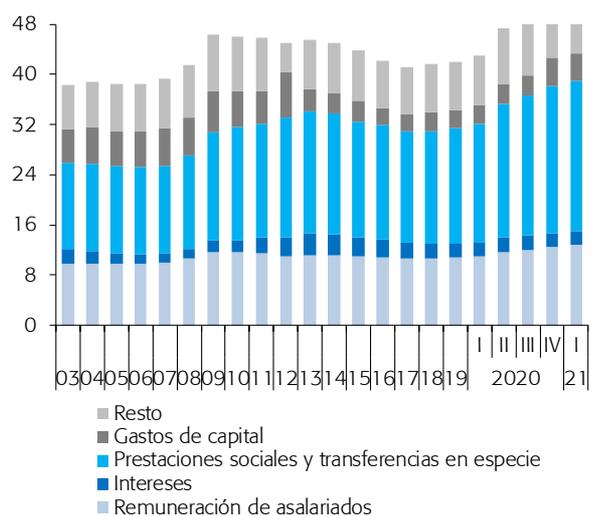
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

**Gráfico 6.2.- Sector público: principales gastos**

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



## Cuadro 7

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

Previsiones en azul

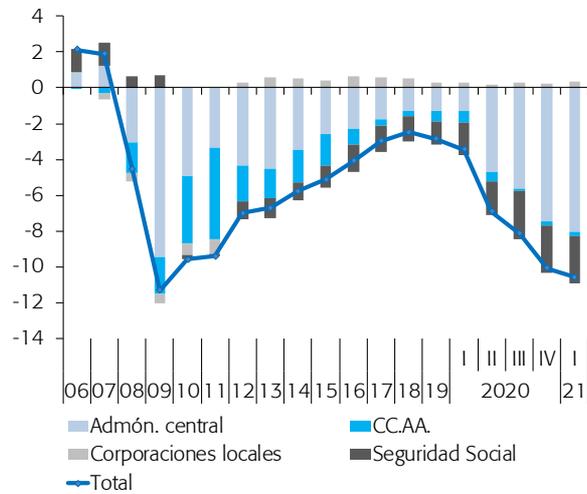
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda					
	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado	
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>					
2014	-35,9	-18,7	5,5	-10,6	-59,7	901,4	237,9	38,3	17,2	1.039,4	
2015	-28,2	-18,9	4,6	-12,9	-55,2	939,3	263,3	35,1	17,2	1.070,1	
2016	-25,7	-9,5	7,0	-17,4	-45,6	968,4	277,0	32,2	17,2	1.104,6	
2017	-20,6	-4,2	6,9	-16,8	-34,6	1.011,5	288,1	29,0	27,4	1.145,1	
2018	-15,7	-3,3	6,5	-17,3	-29,8	1.047,3	293,4	25,8	41,2	1.173,4	
2019	-16,4	-7,1	3,7	-15,9	-35,6	1.061,2	295,1	23,2	55,0	1.188,8	
2020	-84,1	-2,3	2,9	-29,7	-113,2	1.206,6	303,6	21,9	85,4	1.345,4	
2021	--	--	--	--	-95,3	--	--	--	--	1.438,9	
2022	--	--	--	--	-80,4	--	--	--	--	1.517,3	
2019	II	-17,2	-4,1	5,8	-18,3	-33,8	1.072,0	300,6	26,2	48,7	1.207,4
	III	-11,4	-8,5	4,8	-17,7	-32,9	1.070,3	298,1	25,2	52,4	1.203,8
	IV	-16,4	-7,1	3,7	-15,9	-35,6	1.061,2	295,1	23,2	55,0	1.188,8
2020	I	-15,8	-8,1	3,6	-22,3	-42,6	1.094,9	298,3	22,9	55,0	1.224,5
	II	-54,8	-6,3	2,2	-22,2	-81,1	1.159,2	305,7	25,0	68,9	1.291,0
	III	-64,7	-1,6	3,3	-30,7	-93,7	1.177,7	301,9	23,7	74,9	1.308,2
	IV	-84,1	-2,3	2,9	-29,7	-113,2	1.206,6	303,6	21,9	85,4	1.345,4
2021	I	-89,3	-3,1	3,6	-29,1	-117,9	1.247,9	307,3	22,1	85,4	1.392,7
		<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>Porcentaje del PIB</b>				
2014		-3,5	-1,8	0,5	-1,0	-5,8	87,3	23,1	3,7	1,7	100,7
2015		-2,6	-1,8	0,4	-1,2	-5,1	87,2	24,4	3,3	1,6	99,3
2016		-2,3	-0,9	0,6	-1,6	-4,1	86,9	24,9	2,9	1,5	99,2
2017		-1,8	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	87,1	24,8	2,5	2,4	98,6
2018		-1,3	-0,3	0,5	-1,4	-2,5	87,0	24,4	2,1	3,4	97,4
2019		-1,3	-0,6	0,3	-1,3	-2,9	85,3	23,7	1,9	4,4	95,5
2020		-7,5	-0,2	0,3	-2,6	-10,1	107,6	27,1	2,0	7,6	119,9
2021		--	--	--	--	-7,9	--	--	--	--	119,2
2022		--	--	--	--	-6,2	--	--	--	--	116,9
2019	II	-1,4	-0,3	0,5	-1,5	-2,8	87,5	24,5	2,1	4,0	98,6
	III	-0,9	-0,7	0,4	-1,4	-2,7	86,7	24,1	2,0	4,2	97,5
	IV	-1,3	-0,6	0,3	-1,3	-2,9	85,3	23,7	1,9	4,4	95,5
2020	I	-1,3	-0,7	0,3	-1,8	-3,4	88,7	24,2	1,9	4,5	99,2
	II	-4,7	-0,5	0,2	-1,9	-6,9	99,0	26,1	2,1	5,9	110,3
	III	-5,6	-0,1	0,3	-2,7	-8,2	102,6	26,3	2,1	6,5	114,0
	IV	-7,5	-0,2	0,3	-2,6	-10,1	107,6	27,1	2,0	7,6	119,9
2021	I	-8,0	-0,3	0,3	-2,6	-10,6	112,1	27,6	2,0	7,7	125,1

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

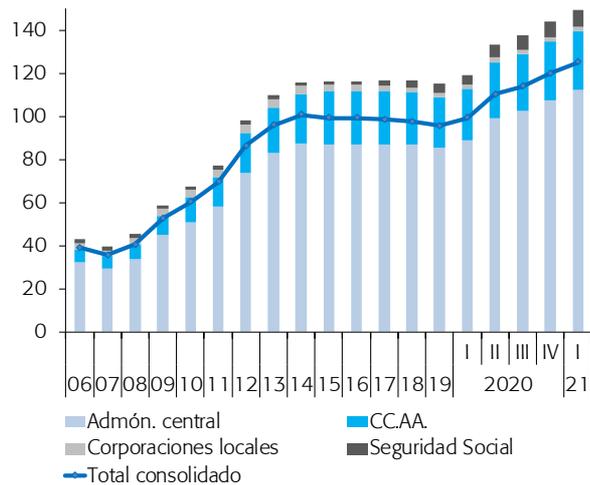
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

**Gráfico 7.1.- Déficit público**

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

**Gráfico 7.2.- Deuda pública**

Porcentaje del PIB



## Cuadro 8

## Mercado de trabajo

Previsiones en azul

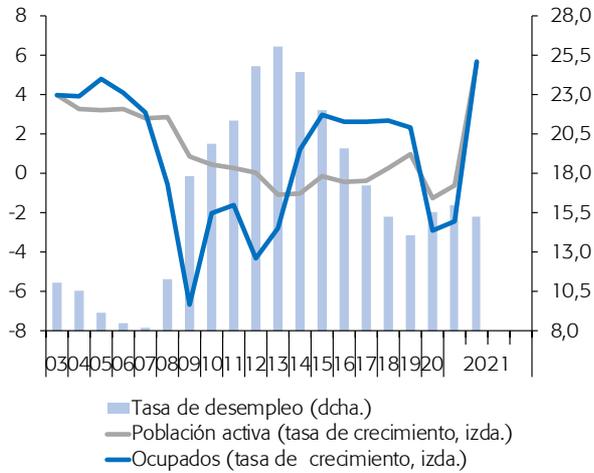
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
														CVE
	1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13	
<b>Millones</b>								<b>Porcentaje</b>						
2014	38,5	23,0	--	17,3	--	5,6	--	59,6	45,0	24,4	53,2	23,0	34,5	
2015	38,5	22,9	--	17,9	--	5,1	--	59,5	46,4	22,1	48,3	20,9	30,5	
2016	38,5	22,8	--	18,3	--	4,5	--	59,2	47,6	19,6	44,4	18,7	26,6	
2017	38,7	22,7	--	18,8	--	3,9	--	58,8	48,7	17,2	38,6	16,3	23,8	
2018	38,9	22,8	--	19,3	--	3,5	--	58,6	49,7	15,3	34,4	14,3	21,9	
2019	39,3	23,0	--	19,8	--	3,2	--	58,6	50,4	14,1	32,6	13,2	20,1	
2020	39,6	22,7	--	19,2	--	3,5	--	57,4	48,5	15,5	38,3	14,1	24,6	
2021	39,8	23,2	--	19,5	--	3,7	--	58,3	49,0	15,8	--	--	--	
2022	40,1	23,3	--	19,9	--	3,4	--	58,2	49,7	14,7	--	--	--	
2019	III	39,2	23,1	23,0	19,9	19,8	3,2	3,3	58,5	50,2	13,9	31,7	13,1	19,3
	IV	39,3	23,2	23,1	20,0	19,9	3,2	3,2	58,7	50,6	13,8	30,5	12,8	20,0
2020	I	39,4	23,0	23,2	19,7	19,9	3,3	3,2	58,6	50,4	14,4	33,0	13,3	21,2
	II	39,5	22,0	21,9	18,6	18,5	3,4	3,4	55,5	46,9	15,3	39,6	13,9	24,9
	III	39,6	22,9	22,8	19,2	19,1	3,7	3,8	57,6	48,1	16,3	40,4	14,8	25,7
	IV	39,6	23,1	23,0	19,3	19,3	3,7	3,7	58,1	48,7	16,1	40,1	14,5	26,6
2021	I	39,6	22,9	23,0	19,2	19,4	3,7	3,6	58,1	49,1	16,0	39,5	14,4	26,2
	II	39,6	23,2	23,2	19,7	19,6	3,5	3,6	58,5	49,5	15,3	38,4	13,9	23,8
<b>Tasas de crecimiento (d)</b>								<b>Diferencia sobre el año anterior en pp</b>						
2014	-0,3	-1,0	--	1,2	--	-7,3	--	-0,4	0,7	-1,7	-2,3	-1,4	-2,5	
2015	0,0	-0,1	--	3,0	--	-9,9	--	-0,1	1,4	-2,4	-4,9	-2,1	-4,0	
2016	0,1	-0,4	--	2,7	--	-11,4	--	-0,3	1,2	-2,4	-3,9	-2,2	-3,8	
2017	0,3	-0,4	--	2,6	--	-12,6	--	-0,4	1,1	-2,4	-5,9	-2,4	-2,8	
2018	0,6	0,3	--	2,7	--	-11,2	--	-0,2	1,0	-2,0	-4,2	-2,0	-1,9	
2019	1,0	1,0	--	2,3	--	-6,6	--	0,0	0,7	-1,2	-1,8	-1,1	-1,8	
2020	0,8	-1,3	--	-2,9	--	8,7	--	-1,2	-1,9	1,4	5,7	0,9	4,5	
2021	0,5	2,0	--	1,6	--	4,1	--	0,8	0,5	0,3	--	--	--	
2022	0,7	0,6	--	2,0	--	-6,5	--	-0,1	0,6	-1,1	--	--	--	
2019	III	1,0	1,0	0,1	1,8	0,1	-3,4	0,3	-0,1	0,4	-0,6	-1,3	-0,6	-1,3
	IV	1,1	1,3	0,5	2,1	1,0	-3,4	-2,2	0,1	0,5	-0,7	-3,0	-0,7	-0,8
2020	I	1,0	0,7	0,1	1,1	-0,2	-1,2	1,4	-0,1	0,0	-0,3	-2,0	-0,4	0,4
	II	1,0	-4,6	-5,2	-6,0	-6,9	4,3	4,9	-3,2	-3,5	1,3	6,5	0,8	4,7
	III	0,9	-0,8	4,0	-3,5	2,8	15,8	10,7	-0,9	-2,1	2,3	8,8	1,7	6,3
	IV	0,7	-0,4	0,9	-3,1	1,4	16,5	-1,5	-0,6	-1,8	2,3	9,6	1,6	6,6
2021	I	0,5	-0,6	0,0	-2,4	0,7	10,3	-3,2	-0,4	-1,3	1,6	6,5	1,1	5,0
	II	0,3	5,6	0,6	5,7	0,8	5,2	-0,3	3,0	2,6	-0,1	-1,2	0,1	-1,2

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

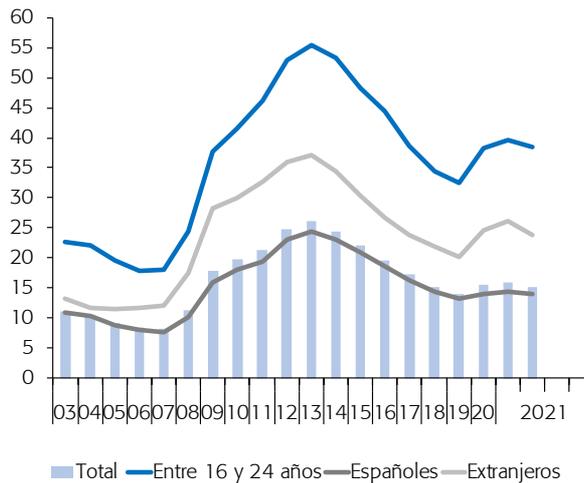
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

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

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

Porcentaje



Cuadro 9

**Índice de precios al consumo**

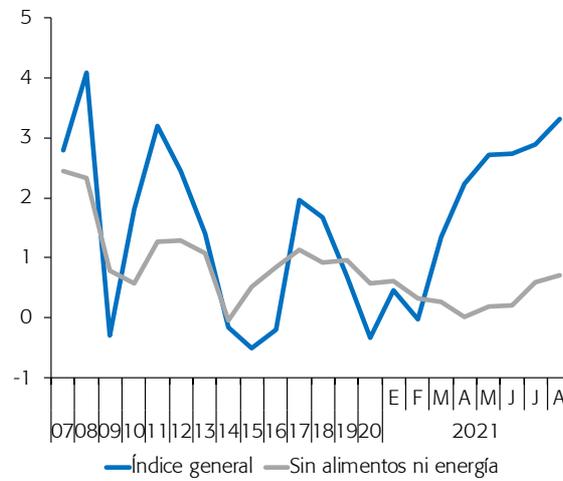
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% del total en 2020	100,00	62,46	80,14	24,07	38,40	17,68	9,14	10,72	26,82	
<b>Índices, 2016 = 100</b>										
2015	100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,7	109,4	98,7	
2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2017	102,0	101,1	101,1	100,2	101,6	100,7	102,6	108,0	101,3	
2018	103,7	102,1	102,0	100,2	103,1	101,7	105,8	114,7	103,1	
2019	104,4	103,0	102,9	100,4	104,6	102,2	107,8	113,2	104,0	
2020	104,1	103,6	103,6	100,6	105,4	103,6	111,8	102,4	106,2	
2021	106,8	104,1	104,2	101,2	105,7	104,5	114,0	122,1	107,6	
2022	109,2	105,4	105,5	102,0	107,4	105,6	115,4	133,0	108,7	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
2015	-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,2	
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,3	
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8	
2019	0,7	1,0	0,9	0,3	1,4	0,5	1,9	-1,2	0,9	
2020	-0,3	0,6	0,7	0,2	0,8	1,3	3,7	-9,6	2,1	
2021	2,7	0,4	0,6	0,6	0,3	0,9	1,9	19,3	1,3	
2022	2,2	1,3	1,2	0,8	1,6	1,0	1,3	8,9	1,1	
2021	Ene	0,5	0,4	0,6	0,3	0,5	1,1	2,5	-1,8	1,6
	Feb	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	0,7	2,6	-4,2	1,4
	Mar	1,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,6	2,6	8,4	1,3
	Abr	2,2	-0,1	0,0	0,4	-0,4	0,3	0,2	21,4	0,3
	May	2,7	0,1	0,2	0,5	-0,1	0,2	1,4	24,0	0,6
	Jun	2,7	0,1	0,2	0,7	-0,3	0,7	1,4	23,5	0,9
	Jul	2,9	0,4	0,6	0,4	0,5	1,0	2,4	20,7	1,5
	Ago	3,3	0,5	0,7	0,6	0,6	1,2	2,6	23,5	1,6
	Sep	4,0	0,5	0,8	0,7	0,5	1,3	2,3	29,7	1,7
	Oct	4,4	0,8	0,9	0,9	0,8	1,2	1,5	33,6	1,3
	Nov	4,2	0,9	1,0	1,1	0,8	1,3	2,0	30,8	1,6
	Dic	3,9	1,0	1,1	1,1	0,9	1,5	1,9	27,1	1,6
2022	Ene	2,9	0,7	0,8	0,8	0,6	1,3	1,0	19,6	1,2
	Feb	3,7	0,9	1,0	0,9	0,9	1,3	1,3	25,9	1,3
	Mar	3,1	1,0	1,1	0,8	1,2	1,3	0,8	18,8	1,1
	Abr	2,7	1,2	1,2	0,8	1,5	1,2	1,0	14,2	1,1
	May	2,5	1,2	1,2	0,9	1,4	1,1	0,9	12,5	1,0
	Jun	2,2	1,3	1,2	0,9	1,6	0,9	1,6	8,6	1,2
	Jul	2,2	1,5	1,3	0,8	1,9	0,8	1,2	8,8	0,9
	Ago	1,9	1,6	1,4	0,8	2,1	0,7	0,6	5,9	0,7
	Sep	1,2	1,5	1,3	0,7	2,0	0,8	0,8	0,4	0,8
	Oct	1,1	1,5	1,3	0,6	2,0	0,9	1,4	-0,6	1,1
	Nov	1,3	1,5	1,4	0,6	2,1	0,9	2,0	0,3	1,3
	Dic	1,4	1,6	1,4	0,6	2,2	0,9	2,6	0,3	1,5

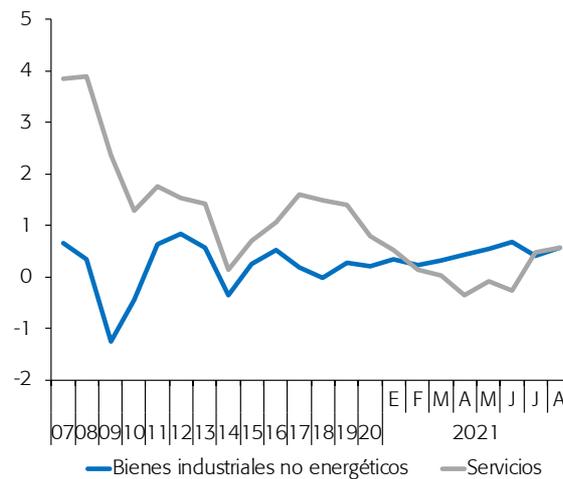
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

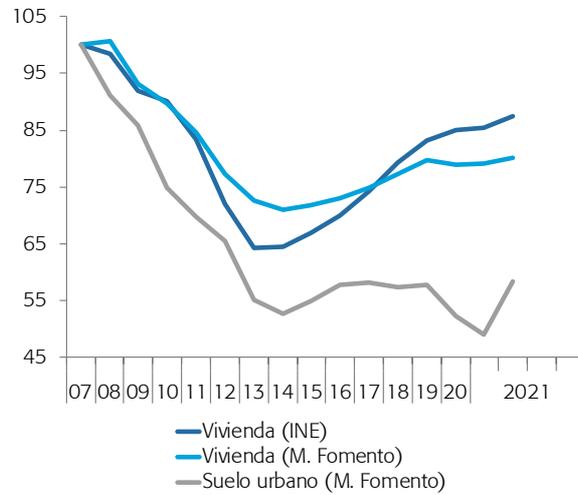
## Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2015=100	2015=100		2007=100			2000=100				
2013	99,7	103,5	100,5	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	99,5	102,1	99,7	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,5	--
2015	100,0	100,0	100,0	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016	100,3	96,9	99,6	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,3	156,2	--
2017	101,6	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,2	--
2018	102,8	104,1	103,0	79,3	77,4	57,3	145,4	143,8	150,6	158,6	--
2019	104,3	103,6	103,2	83,3	79,8	57,7	148,7	146,4	155,7	162,7	--
2020	105,4	99,2	103,1	85,0	78,9	52,3	145,4	142,6	154,1	173,3	--
2021 (b)	106,6	108,2	108,3	86,5	79,6	53,6	151,8	148,8	161,3	167,2	--
2019 IV	105,7	102,8	103,0	83,8	80,4	56,5	155,7	155,4	156,6	171,2	--
2020 I	105,0	101,4	103,5	84,7	79,8	58,9	145,3	141,5	156,7	158,6	--
II	105,7	96,3	102,6	84,8	78,3	50,1	138,1	135,1	147,2	180,2	--
III	106,1	99,2	102,8	85,7	78,8	49,3	142,7	139,2	153,5	174,1	--
IV	106,6	99,9	103,6	85,0	78,9	51,0	155,5	154,4	159,1	180,5	--
2021 I	106,4	104,0	106,2	85,4	79,0	49,0	147,3	142,9	160,8	163,5	--
II	106,9	110,3	109,5	87,5	80,2	58,3	156,4	154,6	161,8	170,9	--
III (b)	--	114,5	110,8	--	--	--	--	--	--	--	--
2021 May	--	110,1	109,8	--	--	--	--	--	--	--	--
Jun	--	112,5	110,2	--	--	--	--	--	--	--	--
Jul	--	114,5	110,8	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Tasas de crecimiento interanuales (c)</b>											
2013	0,4	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,5
2014	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,2	0,5
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	1,0
2017	1,3	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,0	1,4
2018	1,2	3,0	1,1	6,7	3,4	-1,6	1,0	1,0	1,0	1,5	1,8
2019	1,4	-0,4	0,1	5,1	3,2	0,7	2,2	1,9	3,4	2,6	2,3
2020	1,1	-4,3	0,0	2,1	-1,1	-9,4	-2,2	-2,6	-1,0	6,5	1,9
2021 (d)	1,2	9,4	5,1	2,1	0,7	-1,6	7,2	7,5	6,1	-1,3	1,5
2019 IV	1,6	-2,3	0,0	3,6	2,1	-0,2	2,3	1,8	4,0	2,7	2,3
2020 I	1,1	-2,7	0,4	3,2	0,3	2,8	0,8	0,7	1,0	4,2	2,0
II	1,1	-7,7	-0,7	2,1	-1,7	-15,1	-8,3	-9,4	-5,0	12,3	2,0
III	1,3	-3,9	-0,4	1,7	-1,1	-15,2	-1,1	-1,0	-1,6	4,3	1,9
IV	0,8	-2,8	0,5	1,5	-1,8	-9,7	-0,1	-0,7	1,6	5,4	1,9
2021 I	1,3	2,6	2,6	0,9	-0,9	-16,9	1,4	1,0	2,6	3,1	1,6
II	1,1	14,6	6,7	3,3	2,4	16,3	13,2	14,4	9,9	-5,2	1,6
III (e)	--	15,3	7,8	--	--	--	--	--	--	--	--
2021 Jun	--	15,4	7,5	--	--	--	--	--	--	--	1,6
Jul	--	15,3	7,9	--	--	--	--	--	--	--	1,6
Ago	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,5

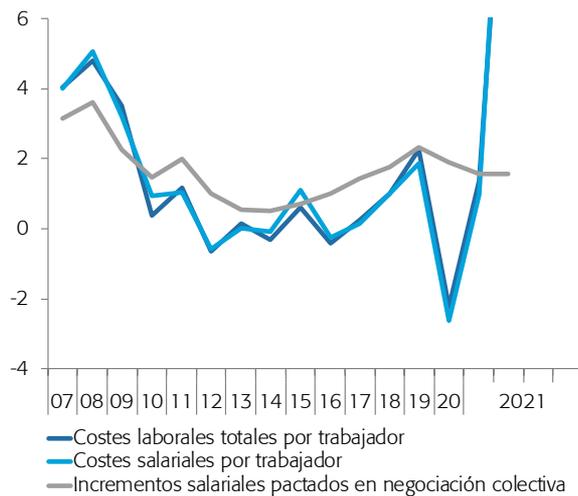
(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento sobre el trimestre anterior para datos trimestrales, y tasa de crecimiento sobre el mes anterior para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior. (e) Tasa de crecimiento de la media mensual disponible sobre la media mensual del trimestre anterior.

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

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



**Gráfico 10.2.- Costes laborales**  
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

**Desequilibrios: comparación internacional**

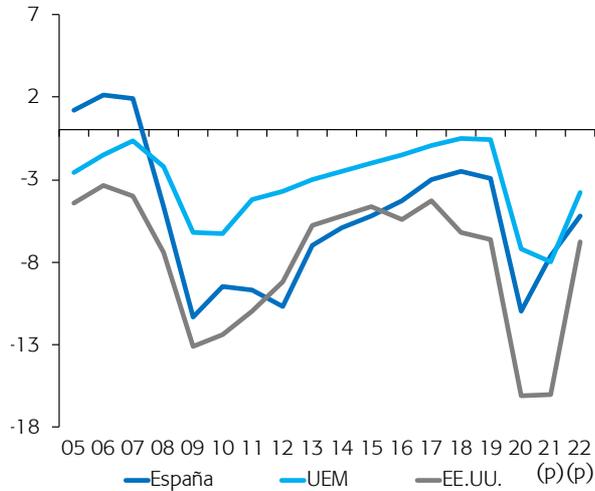
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.			Deuda pública bruta consolidada			Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
<b>Miles de millones de moneda nacional</b>									
2008	-50,7	-208,1	-1.084,5	440,6	6.700,8	10.844,6	-98,8	-49,8	-677,1
2009	-120,6	-578,4	-1.896,6	569,5	7.440,5	12.535,2	-43,7	63,4	-368,7
2010	-102,2	-598,4	-1.863,1	649,2	8.199,1	14.316,3	-39,2	61,4	-431,3
2011	-103,6	-415,0	-1.709,1	743,0	8.658,8	15.518,1	-29,0	89,5	-461,7
2012	-110,7	-365,9	-1.493,3	889,9	9.114,9	16.740,3	0,9	226,7	-441,3
2013	-71,8	-300,1	-977,3	977,3	9.429,4	17.597,5	20,8	282,2	-360,4
2014	-61,1	-250,8	-910,4	1.039,4	9.674,6	18.328,2	17,5	316,7	-365,6
2015	-55,8	-208,5	-837,2	1.070,1	9.792,7	19.089,9	21,8	359,8	-423,7
2016	-48,0	-159,5	-1.003,6	1.104,6	9.973,5	19.986,4	35,4	389,5	-407,4
2017	-35,1	-103,9	-839,2	1.145,1	10.066,3	20.642,2	32,2	408,9	-391,5
2018	-29,9	-53,2	-1.282,7	1.173,4	10.167,6	21.972,3	23,2	399,7	-467,8
2019	-35,6	-75,4	-1.419,1	1.188,8	10.255,0	23.188,6	26,4	365,1	-502,8
2020	-123,1	-820,4	-3.365,4	1.345,6	11.334,6	26.673,0	7,4	342,1	-613,4
2021	-91,1	-951,1	-3.634,5	1.434,1	12.242,3	30.851,3	-0,7	367,3	-774,1
2022	-67,4	-483,4	-1.645,8	1.512,5	12.755,8	32.218,7	3,6	387,7	-818,1
<b>Porcentaje del PIB</b>									
2008	-4,6	-2,2	-7,4	39,7	69,6	73,7	-8,9	-0,5	-4,6
2009	-11,3	-6,2	-13,1	53,3	80,2	86,8	-4,1	0,7	-2,6
2010	-9,5	-6,3	-12,4	60,5	86,0	95,5	-3,7	0,6	-2,9
2011	-9,7	-4,2	-11,0	69,9	88,4	99,8	-2,7	0,9	-3,0
2012	-10,7	-3,7	-9,2	86,3	92,7	103,4	0,1	2,3	-2,7
2013	-7,0	-3,0	-5,8	95,8	94,9	104,8	2,0	2,8	-2,1
2014	-5,9	-2,5	-5,2	100,7	95,2	104,6	1,7	3,1	-2,1
2015	-5,2	-2,0	-4,6	99,3	93,1	104,7	2,0	3,4	-2,3
2016	-4,3	-1,5	-5,4	99,2	92,2	106,6	3,2	3,6	-2,2
2017	-3,0	-0,9	-4,3	98,6	89,7	105,6	2,8	3,6	-2,0
2018	-2,5	-0,5	-6,2	97,4	87,7	106,6	1,9	3,4	-2,3
2019	-2,9	-0,6	-6,6	95,5	85,8	108,2	2,1	3,1	-2,3
2020	-11,0	-7,2	-16,1	120,0	100,0	127,4	0,7	3,0	-2,9
2021	-7,6	-8,0	-16,0	119,6	102,4	135,6	-0,1	3,1	-3,4
2022	-5,2	-3,8	-6,8	116,9	100,7	133,7	0,3	3,1	-3,4

Fuente: Comisión Europea. Previsiones, primavera 2021.

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

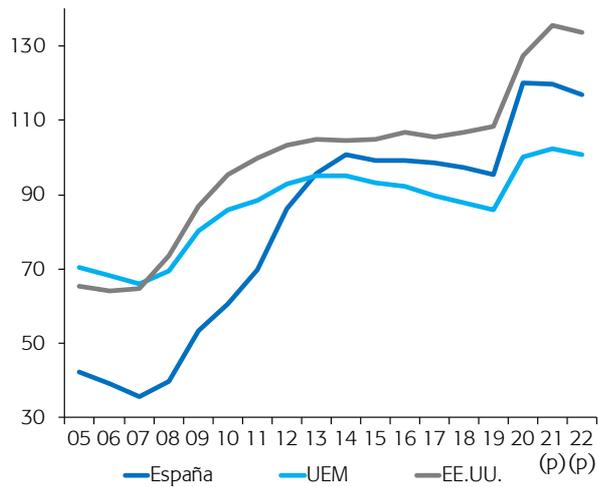
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

**Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada**

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.



## 1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

## Población

	Población									
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	Bajas exteriores de nacidos en España
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	701.997	33.053
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	441.051	39.211
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	344.992	51.666
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	368.170	66.803
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	417.655	74.873
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,3	85,8	52,9	28,4	13,2	492.600	71.508
2017	46.572.132	42,9	18,8	80,4	85,7	53,2	28,8	13,3	592.604	63.754
2018	46.722.980	43,1	19,1	80,5	85,9	53,6	29,3	13,7	715.255	56.745
2019	47.026.208	43,3	19,3	80,9	86,2	53,7	29,6	14,4	827.052	61.338
2020	47.450.795	43,6	19,4	79,6	85,1	53,5	29,8	15,2	523.618	41.708
2021•	47.344.649	43,8	19,7			53,4	30,2	15,4		
Fuentes:	EPC	EPC	EPC	ID INE	ID INE	EPC	EPC	EPC	EVR	EVR

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

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

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

• Datos provisionales.

Cuadro 2

## Hogares y familias

	Hogares			
	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Hogares con una persona sola menor de 65 años (%)	Hogares con una persona sola de 65 o más años (%)
2008	16.742	2,71	12,0	10,2
2010	17.174	2,67	12,8	9,9
2012	17.434	2,63	13,7	9,9
2014	18.329	2,51	14,2	10,6
2015	18.376	2,54	14,6	10,7
2016	18.444	2,52	14,6	10,9
2017	18.512	2,52	14,2	11,4
2018	18.581	2,51	14,3	11,5
2019	18.697	2,52	14,9	11,2
2020	18.794	2,52	15,0	11,4
2021■	18.880	2,51		
Fuentes:	EPA	EPA	EPF	EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Matrimonios del mismo sexo (%)
2008	8,5	8,4	2,39	32,4	30,2	1,6
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,9
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,0
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,1
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,3
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,5
2017	7,4	7,0	2,11	35,3	33,2	2,7
2018	7,1	6,6	2,04	35,6	33,4	2,9
2019	7,1	6,7	1,95	36,0	33,9	3,9•
2020	3,8	4,1				
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MNP

Cuadro 2 (continuación)

## Hogares y familias

	Fecundidad					
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad (españolas)	Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras)	Nacimientos de madre no casada (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
2008	29,3	1,36	1,83	33,2	11,8	55,6
2010	29,8	1,30	1,68	35,5	11,5	58,3
2012	30,3	1,27	1,56	39,0	12,0	61,5
2014	30,6	1,27	1,62	42,5	10,5	63,3
2015	30,7	1,28	1,66	44,4	10,4	65,3
2016	30,8	1,27	1,72	45,8	10,4	65,8
2017	30,9	1,25	1,71	46,8	10,5	66,1
2018	31,0	1,20	1,65	47,3	11,1	65,3
2019	31,1	1,17	1,59	48,4	11,5	64,1
2020	31,2	1,12	1,45			
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

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

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

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 1.000 habitantes.

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

• Datos provisionales.

■ Los datos corresponden al periodo enero-junio.

Cuadro 3

## Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2014	24,4	6,1	27,2	42,3
2015	23,3	6,6	27,5	40,9
2016	22,4	6,6	28,1	40,7
2017	21,4	6,6	28,5	41,2
2018	20,5	6,4	29,2	42,4
2019	19,3	6,3	30,3	44,7
2020	17,7	6,1	31,3	44,8
2021■	16,6	5,6	32,2	46,5
Fuentes	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1er y 2º ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de €)	Gasto público (% PIB)
2008	1.763.019	629.247	472.604	1.377.228	50.421	51.716.008	4,63
2010	1.872.829	672.213	555.580	1.445.392	104.844	53.099.329	4,91
2012	1.912.324	692.098	617.686	1.450.036	113.805	46.476.414	4,47
2014	1.840.008	690.738	652.846	1.364.023	142.156	44.846.415	4,32
2015	1.808.322	695.557	641.741	1.321.698	171.043	46.597.784	4,31
2016	1.780.377	687.595	652.471	1.303.252	190.143	47.578.997	4,25
2017	1.767.179	676.311	667.984	1.287.791	209.754	49.458.049	4,24
2018	1.750.106	667.287	675.971	1.290.455	217.840	50.807.185	4,23
2019	1.747.087	673.171	714.292	1.309.791•	234.214•	53.052.700	4,26
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD

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

• Datos provisionales.

■ Los datos corresponden al periodo enero-junio.

Cuadro 4

## Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019	807.614	6.038.326	1.138	957.500	975	2.361.620	712
2020	1.828.489	6.094.447	1.162	952.704	985	2.352.680	725
2021 ■	991.205	6.148.745	1.187	948.884	994	2.352.927	739
Fuentes:	INEM	INSS	INSS	INSS	INSS	INSS	INSS

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	
2008	646.186	265.314	199.410	63.626
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643
2016	997.192	254.741	199.762	21.350
2017	902.193	256.187	199.120	19.019
2018	853.437	256.842	196.375	16.472
2019	912.384	259.570	193.122	14.997
2020	1.017.429	261.325	188.670	13.373
2021 ■	998.594	261.783♦	185.279♦	12.272♦
Fuentes:	INEM	IMSERSO	IMSERSO	IMSERSO

INEM: Instituto Nacional de Empleo. INSS: Instituto Nacional de la Seguridad Social. IMSERSO: Instituto de Mayores y Servicios Sociales.

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

■ Los datos se refieren al período enero-agosto.

♦ Los datos se refieren al período enero-julio.

Cuadro 5

## Protección social: sanidad

	Gasto			
	Total (% PIB)	Público (% PIB)	Total (\$ por habitante)	Público (\$ por habitante)
2008	8,29	6,10	2.774	2.042
2010	9,01	6,74	2.886	2.157
2012	9,09	6,55	2.902	2.095
2014	9,08	6,36	3.057	2.140
2015	9,16	6,51	3.180	2.258
2016	8,98	6,34	3.248	2.293
2017	8,84	6,25	3.370	2.385
2018	8,90	6,20	3.323	2.341
2019	9,00	6,40	3.616	2.560
Fuentes:	OCDE	OCDE	OCDE	OCDE

Cuadro 5 (continuación)

## Protección social: sanidad

	Personal y recursos			
	Médicos en atención especializada (por 1.000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Enfermeras/os en atención especializada (por 1.000 hab.)	Enfermeras/os atención primaria (por 1.000 personas asignadas)
2008	1,8	0,8	3,0	0,6
2010	1,8	0,8	3,2	0,6
2012	1,8	0,8	3,1	0,6
2014	1,8	0,8	3,1	0,7
2015	1,9	0,8	3,2	0,7
2016	1,9	0,8	3,3	0,6
2017	1,9	0,8	3,4	0,6
2018	2,0	0,8	3,5	0,7
2019		0,8		0,7
Fuente:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

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

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

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

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

Gráfico 1

### Evolución del ICC (mayo 2012-mayo 2021)

Los ICC de julio y agosto caen respecto al de junio, pero superan los correspondientes a los meses previos a la pandemia



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

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

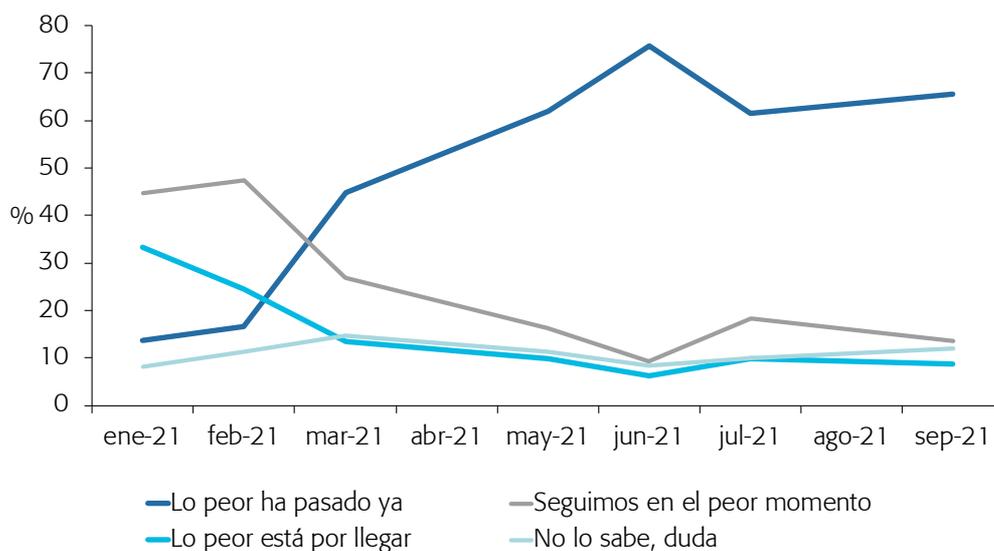
### 2. FLASH SOCIAL. Se extiende la percepción de que “lo peor ya pasado”

Dos de cada tres españoles mayores de edad entrevistados por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) en septiembre de 2021 piensan que lo peor de la crisis del coronavirus ya ha pasado. La proporción de quienes así opinan ha aumentado 4 puntos porcentuales desde julio, si bien todavía se halla alejada de su máximo, alcanzado en junio de este año (76%) (gráfico 2).

Los datos del Barómetro del CIS de septiembre de 2021 revelan, una vez más, que las mujeres son menos optimistas respecto a la evolución de la pandemia (gráfico 3). También los entrevistados de 55 o más años se muestran más cautos al respecto: piensan en menor medida que lo peor ha quedado atrás y expresan en mayor medida reservas sobre la situación sanitaria. Entre los menores de 55 años se observa mayor confianza respecto a la evolución de la pandemia, sin que destaquen los más jóvenes (18-24 años) en la manifestación de esta opinión (gráfico 4).

Gráfico 2

Valoración sobre la evolución de la pandemia (enero-septiembre de 2021)

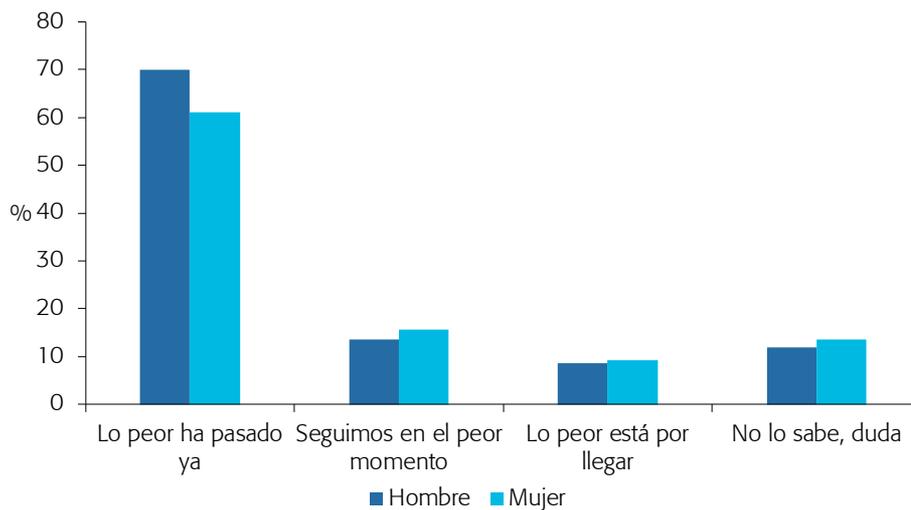


Pregunta: "En relación con la situación sanitaria generada por el coronavirus en España, diría Ud. que...".

Fuente: CIS (www.cis.es), estudios 3307, 3309, 3313, 3322, 3326, 3330 y 3334.

Gráfico 3

Valoración sobre la evolución de la pandemia, por sexo (septiembre de 2021)

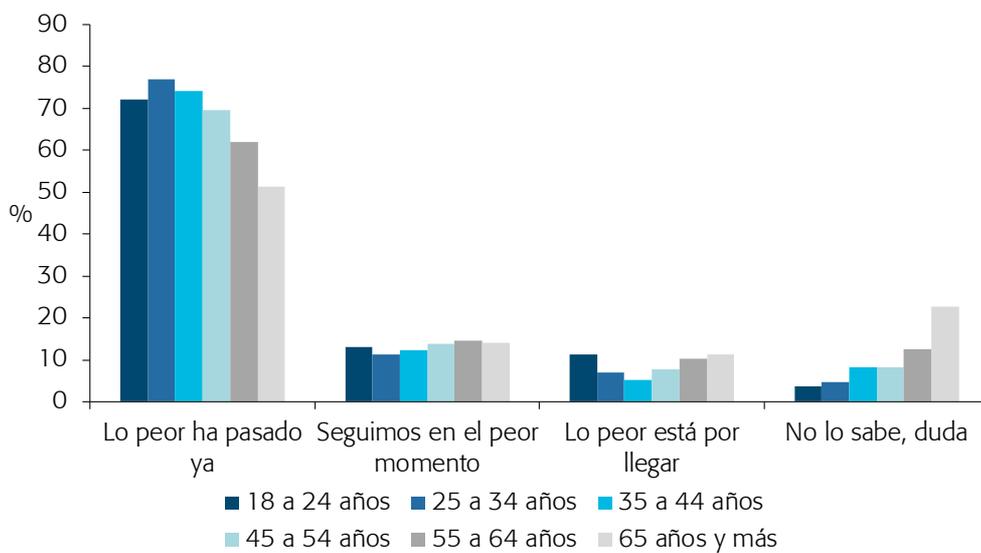


Pregunta: "En relación con la situación sanitaria generada por el coronavirus en España, diría Ud. que...".

Fuente: CIS (www.cis.es), estudio 3334.

Gráfico 4

## Valoración sobre la evolución de la pandemia, por edad (septiembre de 2021)



Pregunta: "En relación con la situación sanitaria generada por el coronavirus en España, diría Ud. que...".

Fuente: CIS ([www.cis.es](http://www.cis.es)), estudio 3334.



## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de septiembre de 2021

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	1,6	Junio 2021
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	2,3	Junio 2021
Dudosos (% var. mensual medio)	-1,8	Junio 2021
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	2.213.741	Agosto 2021
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	290.442	Agosto 2021
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	34	Agosto 2021
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	53,94	Marzo 2021
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	11.353,55	Marzo 2021
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	94.303,53	Marzo 2021
Ratio "oficinas/entidades"	113,15	Marzo 2021

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 agosto	2021 septiembre	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,1	5,0	12,3	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,5	-0,383	-0,545	-0,550	-0,548	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,9	-0,249	-0,499	-0,501	-0,489	Datos a día de publicación
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	3,6	0,6	0,03	0,2	0,3	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	3,9	2,1	1,3	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés: El Banco Central Europeo ha anunciado el mantenimiento de una política monetaria netamente expansiva, aunque reduce el ritmo de su Programa de Compras de Emergencia Pandémica, al observar signos de recuperación. Este anuncio coincide con el realizado por la Reserva Federal que podría comenzar a retirar estímulos a finales de este año. En este entorno monetario, los tipos de interés interbancarios han aumentado ligeramente en la primera mitad de septiembre. El euríbor a 3 meses ha alcanzado el -0,548 %, frente al -0,550 de agosto, mientras que el euríbor a 12 meses ha pasado del -0,501 % de agosto al -0,489 % de primera mitad de septiembre. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha pasado del 0,2 % de agosto al 0,3 % a 15 de septiembre.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 junio	2021 julio	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	22,1	288,7	28,8	24,26	30,47	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	19,8	87,2	18,5	14,66	13,48	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,5	0,01	0,34	0,04	0,04	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	0,6	1,2	0,63	0,48	0,30	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	0,5	-0,54	-0,54	-0,62	-0,60	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	727,5	1.311,87	1.289,02	-	-	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,1	1,2	-0,6	2,79	-0,74	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	2,6	-7,4	10,7	9,59	-26,17	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1007,1	881,6	718,9	874,6	852,20 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.703,6	8.812,9	7.347,3	8.821,2	8.635,40 (a)	Con base dic1989=3000

**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 junio	2021 julio	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,6	13,2	15,1	20,1	6,5 (a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en el IBEX-35
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	5,3	2,8	6,9	-	-	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	1,6	2,2	1,8	-	-	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,2	3,1	2,6	-	-	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	0,9	-14,4	5,1	5,2	7,2	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	12,9	30	35,4	16,6	-35,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de septiembre de 2021.

Comentario "Mercados financieros: La primera mitad de septiembre se ha cerrado con una leve caída en los índices bursátiles, con tensiones que afectan particularmente al sector energético y con una considerable volatilidad. El IBEX-35 se sitúa en los 8635 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 852 puntos. Por su parte, en el mes de julio (último dato disponible) se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 30,47 %) mientras que la ratio de las operaciones con obligaciones del Estado disminuyó (hasta el 13,48 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 han aumentado un 7,2 % con respecto al mes precedente, mientras que las operaciones realizadas con opciones financieras sobre este mismo índice cayeron un 35,7 %.

**C. Ahorro y endeudamiento financiero**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2017	2018	2019	2020 (4T)	2021 (1T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-1,8	2,4	2,5	1,1	0,9	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/ PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	1,9	0,1	2,2	7,3	8,0	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	269,1	280,7	282,0	335,3	340,2	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

**C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2017	2018	2019	2020 (4T)	2021 (IT)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	64,2	58,9	56,9	62,5	62,8	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	0,8	-1,6	5,9	1,8	1,8	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	-1,4	0,1	0,3	0,3	-0,6	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": En el primer trimestre de 2021, el ahorro financiero en el conjunto de la economía cayó hasta el 0,9 % del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 8,0 % del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas ha aumentado al 62,8 % del PIB.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 mayo	2021 junio	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	5,5	0,2	-0,1	-0,1	1,6	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	6,6	0,3	0,6	0,9	2,3	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,3	-0,3	0,8	0,05	1,9	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	8,3	0,5	-0,2	0,1	-2,8	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,1	-1,6	-1,9	-0,1	0,2	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario.

**D. Entidades de depósito. Evolución del negocio (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 mayo	2021 junio	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-1,7	-0,8	0,2	-1,8	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	2,4	-1,1	-0,4	5,8	18,1	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	7,1	0,3	-0,3	0,1	-0,7	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En junio se observó un aumento del crédito al sector privado del 1,6 %. Los depósitos aumentaron un 2,3 %. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 1,9 % y las acciones y participaciones disminuyeron en un 2,8 %. Asimismo, se produjo un descenso de los préstamos dudosos del 1,8 % con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	media 2000-2017	2018	2019	2020 diciembre	2021 marzo	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	183	115	114	113	112	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español.
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	76	83	81	78	79	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	234.753	181.999	176.838	175.185	175.185 (a)	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	38.252	26.011	23.851	22.589	21.612	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	BE	351.891	725.445	642.118	1.774.798	2.213.741 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total eurozona
41. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	74.533	167.421	132.611	260.971	290.442 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total España

**E. Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	media 2000-2017	2018	2019	2020 diciembre	2021 marzo	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de euros)	BE	18,219	167	102	3	34 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2020.

(b): Último dato a 31 de agosto de 2021.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En agosto de 2021, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 290.442 millones de euros.

PRO-MEMORIA: Desde enero de 2015, el Banco Central Europeo viene informando, asimismo, del importe de los distintos programas de compra de activos. En agosto de 2021, su valor en España era de 551.220 millones de euros y de 4,3 billones de euros en el conjunto de la Eurozona.

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

INDICADOR	A partir de datos de:	Media 2000-2017	2018	2019	2020 (4T)	2021 (1T)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	48,8	54,39	53,30	45,15	53,94	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de este ratio se obtienen directamente partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito.
44. Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	BE	3.911,03	9.461,19	9.574,38	11.013,27	11.353,55	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado.
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	24.735,07	68.190,72	74.450,04	89.305,57	94.303,53	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	198,71	131,36	123,09	117,23	113,15	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,19	7,2	7,7	8,1	7,7	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,09	-0,79	0,25	1,29	-2,3	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,43	0,57	0,59	0,07	0,3	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	5,88	4,25	6,96	0,95	3,6	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": En el primer trimestre de 2021 se observó una recuperación de la rentabilidad en el sector bancario español, tras superar la fase más dura de la crisis sanitaria del Covid-19.

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

N.º 168. La calidad de las instituciones y la economía española

**PANORAMA SOCIAL**

N.º 33. Los estragos sociales de la pandemia ante el horizonte post-COVID

**CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA**

N.º 283. Riesgos y oportunidades en la recuperación

**SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK**

Vol. 10, N.º 4 (2021). Spain's outlook for pandemic recovery: Areas of outperformance and pending challenges

**PAPELES DE ENERGÍA**

N.º 14. Septiembre (2021)

**ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN**

N.º 98. Envejecimiento y capital social: la importancia de las redes de amigos y la participación social en el bienestar individual / Miguel Ángel Malo y Ricardo Pagán

**LIBROS**

Economía y cultura. Una mirada hacia el futuro / Victoria Ateca Amestoy, Juan-José Ganuza y Jesús Prieto Sacristán (editores).

**PRECIO DE LAS PUBLICACIONES****AÑO 2021**

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

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

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

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

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria.

**SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS**<http://www.funcas.es/Publicaciones>**E-MAIL: publica@funcas.es**



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

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

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

Pedidos e información:

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



ISSN: 2254-3422



97722543427