

La política económica ante el brote de inflación

Perspectivas de la
economía española
2022-2023

Recuperación y *mix*
de políticas económicas

Banca y política monetaria
en 2022

Impacto de las *TLTRO*
en los márgenes bancarios

Empresas vulnerables
en el contexto pos-COVID

El sector seguros
en la pandemia

Desigualdad y gobernanza
empresarial

Educación financiera
para universitarios

INDICADORES
ECONÓMICOS, SOCIALES
Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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

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

Diseño
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

ISSN: 2254-3422

© Funcas

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

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

Manuel Azuaga Moreno

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

286

enero/febrero 2022

CARTA DE LA REDACCIÓN

- Página 1 **Perspectivas de la economía española ante el brote de inflación**
Raymond Torres y María Jesús Fernández
- 9 **Recuperándose de la pandemia: el papel del *mix* de políticas macroeconómicas**
Erik Jones
- 19 **Banca y política monetaria en 2022**
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 27 **Impacto de las *TLTRO* y tipos negativos en los márgenes bancarios**
Marta Alborni, Ángel Berges y María Rodríguez
- 35 **Pandemia y comportamiento del seguro en España**
Ignacio Blasco, Daniel Manzano y Aitor Milner
- 45 **Empresas *zombis*: análisis de las vulnerabilidades del sector empresarial en el contexto pos-COVID-19**
Fernando Rojas, Francisco del Olmo y Diego Aires
- 55 **Empresa y desigualdad: ¿hay que revisar la gobernanza de las empresas?**
Emilio Huerta
- 65 **Evaluación para la mejora de la formación en educación financiera para universitarios**
Inmaculada Domínguez, Enrique Devesa, Robert Meneu, Borja Encinas y Beatriz Rosado

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 79 **Indicadores económicos**
Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 103 **Indicadores sociales**
Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 111 **Indicadores financieros**
Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la Redacción

La economía española continúa su recuperación, quizás con menos vigor del que hace unos meses se esperaba, pero con muy buenos registros en materia de creación de empleo. Las previsiones de Funcas sitúan la tasa de crecimiento del PIB para 2022 en el 5,6 % y en el 3,5 % en 2023, con un saldo final de 850.000 empleos más, equivalentes a tiempo completo, en esos dos años. Las tendencias expansivas, impulsadas por casi todos los componentes de la demanda agregada (consumo de hogares, inversión en equipo y construcción, sector exterior), irán suavizando su ritmo de crecimiento, pero permitirán en todo caso alcanzar el nivel prepandemia de PIB en el primer trimestre del próximo año.

Pero un nuevo e inesperado protagonista entró con fuerza en escena en la segunda mitad de 2021: la inflación. El año finalizó con una tasa de crecimiento del IPC del 6,5 % interanual y las previsiones del primer semestre de 2022 están en una media superior al 5 %. El impacto directo sobre el crecimiento es bien evidente, tanto por sus efectos negativos sobre la renta disponible bruta de los hogares, como por la escalada de costes que tienen que soportar las empresas —que puede reducir sus márgenes y sus planes de inversión— o por la pérdida de competitividad exterior si se generaliza una espiral de precios-salarios. Además, hay un impacto indirecto sobre la economía derivado de las consecuencias que este repunte inflacionista pueda tener en las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales. El diagnóstico sobre el alcance y duración de la inflación ha empeorado en los últimos meses y viene a sumarse a algunas voces que ya venían reclamando pasos más firmes en la “normalización” de la política monetaria; o sea, retirada progresiva de los programas de compra de activos

y retoques al alza de los tipos de interés. Sea como fuere, los mercados ya descuentan subidas de tipos en 2022, a pesar de que el Banco Central Europeo haya confirmado el mantenimiento de los mismos a lo largo de todo el año.

Como señalan RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ en su artículo, el escenario de riesgos a la baja para España presenta dos amenazas que, de materializarse, supondrían un freno para la recuperación y un contratiempo para la política presupuestaria. Por una parte, el endurecimiento de la política monetaria podría aumentar las primas de riesgo y encarecer el coste de la deuda pública, situada en niveles próximos al 120 % del PIB. Por otra parte, 2022 será el año en el que se reformulen las reglas fiscales —que por el momento siguen suspendidas— del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea, y si bien no es probable una aproximación abrupta a las exigencias anteriores a la pandemia, cabe esperar limitaciones crecientes a los escenarios de déficit y deuda de los próximos años. Así pues, tanto la política monetaria como la política fiscal tendrán en los años siguientes un tono muy diferente del que han vivido durante la pandemia, y las consecuencias de ese giro serán especialmente intensas en aquellos países, como España, que llegan más tarde a completar su proceso de recuperación.

Una de las diferencias principales en la respuesta de la política económica ante la crisis pandémica respecto a la Gran Recesión ha sido el grado de coordinación de las políticas: inexistente en la Gran Recesión y mucho más efectivo en la crisis de la COVID-19. La interacción de una política monetaria expansiva y de políticas fiscales nacionales también expansivas ha desempeñado

un papel esencial en promover la recuperación económica de Europa durante la pandemia, habiéndose visto reforzado ese papel por el Plan Europeo de Recuperación *Next Generation EU*. El artículo de ERIK JONES señala cómo ese consenso entre las políticas de los distintos países no ha sobrevivido a la recuperación, quizás también porque nunca se había vivido una situación económica como la generada por las medidas restrictivas asociadas a la pandemia, con los efectos colaterales posteriores sobre el suministro de materiales, el aumento espectacular del ahorro, el crecimiento del comercio digital, el teletrabajo o la relocalización de los trabajadores. La incertidumbre dificulta el establecimiento de un diagnóstico compartido y más aún de las políticas a llevar a cabo de ahora en adelante. Es lo que sucede con la evolución de la inflación a corto plazo —temporal o permanente— y con las derivadas que surgen para la política monetaria, la financiación de la deuda pública y la propia estabilidad financiera. La conclusión es que la coordinación requiere de un cuidadoso análisis sobre una situación económica que no tiene precedentes y de un acuerdo político sobre lo que debería hacerse.

2022 será el año en que la política monetaria modificará el rumbo de la expansión cuantitativa y de los tipos de referencia nulos o negativos que ha guiado su orientación desde los años de la crisis financiera global. La intensidad de ese cambio de rumbo hacia la “normalización” no parece, sin embargo, que vaya a ser igual a ambos lados del Atlántico. Mientras la Reserva Federal notificaba la retirada definitiva de la compra de activos en marzo del presente año y abría la posibilidad de realizar tres subidas de tipos de interés en 2022, el Banco Central Europeo, si bien anunciaba el final del programa de emergencia pandémica PEPP —aunque con la reinversión del principal hasta finales de 2024—, mantenía sus compras de activos del programa extraordinario APP y dejaba estables los tipos de interés de referencia. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ advierte sobre los efectos diferenciales de este desacoplamiento de las políticas monetarias europea y norteamericana sobre la actividad financiera, y analiza en paralelo las perspectivas de la banca española para el año 2022 a partir de estos escenarios monetarios. Dos son los retos principales que de ello se derivan. En primer lugar, los tipos ultrarreducidos en la eurozona, en la medida en que se mantengan, obligan a las entidades a perseverar en el sostenimiento de la rentabilidad mediante palancas como la mejora de la eficiencia operativa, la transformación digital y la renovación del capital humano. En segundo lugar,

la retirada progresiva de los estímulos financieros (préstamos con avales públicos, moratorias, etc.) y otras medidas de apoyo al sector empresarial (como los ERTE), abrirá paso en algunas empresas a posibles situaciones de morosidad que obligan a las entidades financieras a una gestión proactiva de su cartera de crédito.

En relación con el reto de la rentabilidad, la evolución del margen de intermediación de la banca española presenta una evolución poco favorable con una acusada volatilidad. Los buenos resultados de 2021 se han debido principalmente a factores que no son repetibles, como la menor necesidad de provisiones y los ingresos extraordinarios asociados a los procesos de integración bancaria. El artículo de MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ toma como punto de partida el escenario actual de presión a la baja sobre los ingresos financieros y cuantifica el impacto de las ventajosas condiciones que presentan las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO III*), al permitir a las entidades financieras tomar financiación a tipos negativos, del -0,5 % o del -1,0 %, en este segundo caso siempre que se cumpla el *benchmark* de comportamiento de la cartera crediticia de referencia. La diferencia entre el cumplimiento o no de las condiciones establecidas para beneficiarse de la financiación al -1 % podría alcanzar un valor de hasta el 6 % del margen de intereses. Se trataría, en todo caso, de una aportación favorable a los resultados a la espera de una senda de crecimiento del crédito y, aunque con mayor retraso, de un escenario de subida de tipos —no esperado a corto plazo—.

Entre los riesgos que deberá afrontar el tejido productivo español en los próximos meses, existe un amplio consenso en advertir sobre la vulnerabilidad financiera de numerosas empresas pertenecientes a los sectores más castigados por la crisis pandémica en los que todavía no se ha completado el proceso de recuperación. Las medidas de política económica adoptadas durante la crisis ayudaron a mantener el flujo financiero hacia la economía real, frenando la destrucción de empleo y la desaparición de numerosas empresas. Sin embargo, la propia laxitud de las condiciones financieras ha permitido sobrevivir a un porcentaje no desdeñable de empresas que carecen de viabilidad. Son las denominadas empresas zombis, que subsisten gracias a una financiación extraordinaria, pero que acumulan varios años de pérdidas elevadas, tienen altos niveles de endeudamiento y retrasos acumulados en cubrir sus pagos. FERNANDO ROJAS, FRANCISCO DEL OLMO y DIEGO AIRES identifican en su artículo en torno a un 2,5 % de empresas zombis respecto de la base de datos de

empresas que depositan sus cuentas en el Registro Mercantil. El 90 % presentan resultados de explotación negativos y cerca de la tercera parte cuentan también con un patrimonio neto negativo. Cualquier movimiento al alza de los tipos de interés o la propia finalización de las ayudas recibidas en términos de mayor liquidez, no solo supondrán un duro golpe sobre su débil posición sino que podrán dar lugar a un incremento de morosidad en el sector bancario, principal canalizador del crédito hacia esas empresas vulnerables.

Si bien suele ser objeto de menor atención en el conjunto del sistema financiero, la industria del seguro está vinculada, por su propia naturaleza, con la práctica totalidad de los sectores económicos. IGNACIO BLASCO, DANIEL MANZANO y AITOR MILNER examinan en su artículo cuál está siendo el tránsito de las empresas aseguradoras por el escenario de pandemia que estamos viviendo. Frente a la intensa caída en el volumen de primas en los seguros de vida —condicionados desde hace años por los ultrarreducidos tipos de interés—, cabe destacar el mantenimiento de la actividad en el negocio de no vida, liderada por los ramos de salud y multirriesgo. La caída de la siniestralidad, provocada en gran medida por los confinamientos y limitaciones a la movilidad, impulsó de forma excepcional los beneficios de las aseguradoras españolas en 2020, siendo de esperar una normalización progresiva en los resultados finales de 2021. El corolario de esta situación es que el sector de los seguros sigue teniendo en la actual coyuntura anclajes sólidos en términos de rentabilidad y solvencia, suficientes para mantener la velocidad de crecimiento prepandemia.

El debate sobre la desigualdad de rentas adquirió un renovado interés académico con motivo de la Gran Recesión. Factores como la globalización y el cambio tecnológico fueron objeto de análisis en busca de una explicación al aumento de la desigualdad en buena parte de las economías avanzadas. Con todo, el foco terminaba con frecuencia dirigiéndose al papel de las instituciones y, en especial, a la acción redistributiva del Estado mediante el sistema de impuestos y transferencias. Sin embargo, en origen la desigualdad emerge de la distribución de las rentas de los factores productivos, y en ese punto los mercados y la empresa delimitan los términos en los que se reparte el valor generado entre los agentes económicos. Tal como señala EMILIO HUERTA en su artículo, en la empresa se toman decisiones de retribución de los empleados y directivos, reparto de beneficios y gestión de los recursos humanos. En consecuencia, entender el gobierno de la empresa es clave para comprender el resultado inicial

de reparto de rentas en las economías de mercado. En este marco conceptual, el análisis se sitúa en un plano más general que tiene que ver con las propuestas e ideas —académicas y profesionales— sobre los objetivos de la empresa, en las que se pone en tela de juicio el beneficio como motor de las compañías y se aboga por una visión más extensiva en las que se tomen también en consideración los factores sociales y ambientales que preocupan a consumidores, trabajadores, accionistas e inversores, con una perspectiva de largo plazo. Sin embargo, debe reconocerse que combinar todos esos objetivos y situarlos en la responsabilidad de los órganos de decisión seguramente excede las capacidades de los directivos empresariales y sus propias funciones. De ahí que algunos autores sugieran, como alternativa, reforzar las restricciones legales e institucionales así como aplicar con mayor eficacia la legislación fiscal, laboral o medioambiental.

Esta edición de *Cuadernos de Información Económica* se cierra con un artículo que resume los resultados de un proyecto que fue seleccionado por Funcas en la segunda convocatoria de ayudas a la investigación en educación financiera. El trabajo, del que son autores INMACULADA DOMÍNGUEZ, ENRIQUE DEVESA, ROBERT MENEU, BORJA ENCINAS y BEATRIZ ROSADO, realiza una evaluación del impacto de un programa de educación financiera para universitarios sobre los conocimientos y el comportamiento financiero de los estudiantes que realizaron el curso de formación, en comparación con un grupo de control que no recibió dicha formación. En lo que se refiere al nivel de instrucción financiera adquirida, los resultados de la evaluación muestran un efecto positivo y significativo de las enseñanzas recibidas, con porcentajes de respuestas correctas y calificaciones mucho más altas. En cuanto al impacto de la formación sobre el comportamiento financiero, si bien el efecto de haber realizado el curso es también positivo y significativo, el resultado es más limitado, lo que demostraría que además de los conocimientos adquiridos existen otros factores diferentes que influyen en el comportamiento financiero de las personas. Es más, en una de las cuestiones que se plantearon se observa por ejemplo que el grado de aversión al riesgo en las inversiones es algo mayor entre los estudiantes con menor nivel de conocimientos financieros o, dicho de otro modo, que la educación financiera aumenta la propensión al riesgo. A modo de evaluación final, el 70 % de los encuestados manifestaron estar de acuerdo en que haber realizado el curso de educación financiera para universitarios había mejorado sus conocimientos en materia financiera y económica.

Perspectivas de la economía española ante el brote de inflación

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

Las previsiones de Funcas para 2022 cifran el crecimiento esperado del PIB en un 5,6 %. Las tendencias expansivas irán perdiendo vigor en 2023, a medida que se agotan la demanda embalsada, el sobreahorro familiar y el margen de rebote del turismo. Sin embargo, el PIB todavía crecerá un 3,5 %, permitiendo la recuperación del nivel de actividad anterior a la pandemia en el primer trimestre de 2023. En este contexto, el repunte de la inflación emerge como uno de los principales desafíos a que se enfrenta la economía española. La aparición de cuellos de botella generó un encarecimiento de los costes de producción, a la vez que frenó el rebote de la actividad en 2021. Si bien la recomposición de las cadenas de suministro debería atenuar la escalada de costes, otros factores de inflación podrían perdurar durante el periodo de previsión, especialmente en lo que atañe al comportamiento de los mercados energéticos y a los efectos de segunda ronda sobre los precios.

Evolución reciente y balance de 2021

Tras la revisión al alza de la cifra de crecimiento de PIB del tercer trimestre hasta el 2,6 %, los indicadores económicos disponibles apuntan a un cuarto trimestre con un crecimiento en línea con lo anticipado. Algunos de ellos, como las ventas minoristas, el índice de producción industrial o las ventas de grandes empresas, que durante todo el año habían permanecido estancados o con una tendencia descendente, experimentaron un notable repunte en noviembre, mientras la entrada de turistas continuó recuperándose. Las exportaciones de bienes,

conforme a las ventas declaradas por las grandes empresas, también registraron incrementos tanto en octubre como en noviembre.

Hay más dudas, en cambio, con respecto al comportamiento de la economía en diciembre, debido al posible impacto de la nueva variante ómicron. En la industria, el PMI de manufacturas prolongó la trayectoria descendente iniciada tras el máximo alcanzado en agosto, pero manteniéndose dentro de niveles elevados, y mejoraron los índices de confianza y de pedidos. En los servicios, sin embargo, el PMI del sector sufrió un acusado retroceso al tiempo que

* Funcas.

empeoraba el índice de confianza, lo que parece indicar que el impacto de la nueva variante del virus se limitó a los servicios.

Por otra parte, en el conjunto del cuarto trimestre se mantuvo un ritmo intenso de creación de empleo, conforme a las cifras de afiliación a la Seguridad Social. Si bien en diciembre se observó una desaceleración con respecto al ritmo mensual medio de crecimiento registrado en toda la segunda mitad del año, el incremento fue, en todo caso, elevado en perspectiva histórica. Además, en el conjunto del trimestre, al igual que en toda la segunda mitad del ejercicio, el aumento de la afiliación procedió fundamentalmente del sector privado. Este, en términos efectivos, es decir, incluyendo la incorporación de trabajadores en ERTE, creció un 3,6% con respecto al trimestre anterior.

Así pues, se mantiene la estimación de crecimiento para el conjunto de 2021 en un 5,1 %. Se trata de una cifra inferior a la que se esperaba al inicio del ejercicio. Los elementos de incertidumbre que condicionaban las previsiones han evolucionado por debajo de lo pronosticado inicialmente, especialmente en lo relativo a la evolución de la pandemia y de la vacunación en el mundo, el impulso que recibiría el consumo procedente del excedente de ahorro acumulado en 2020, y la ejecución de inversiones del programa *Next Generation EU*.

Un rasgo destacable de la evolución de la economía en 2021 ha sido el intenso crecimiento del empleo, por encima de lo esperado y superior al crecimiento del PIB. El empleo medido en afiliados efectivos creció en el conjunto del año un 8,8 %. Y en número de horas trabajadas, se estima que ascendió algo más del 7 %.

Así, el crecimiento del PIB en 2021 por debajo de lo esperado fue consecuencia de una recuperación del consumo más débil de lo proyectado y de la negativa evolución de la inversión en construcción. A su vez, la ejecución de fondos europeos también resultó ser inferior a lo contemplado en las hipótesis

que sustentaban las previsiones iniciales. El turismo internacional, por el contrario, evolucionó en línea con dichas hipótesis.

En contraste con un crecimiento del PIB inferior a lo previsto, otro rasgo destacable de la evolución de la economía en 2021 ha sido el intenso crecimiento del empleo, por encima de lo esperado, y superior en gran medida al crecimiento del PIB. El empleo medido en afiliados efectivos creció en el conjunto del año, en comparación con 2020, un 8,8 %. Si lo medimos en número de horas trabajadas, a falta de conocer el dato del cuarto trimestre de 2021, se estima que ascendió algo más del 7 %. De la comparación de estas cifras con la estimación del crecimiento del PIB del 5,1 % se deduce que se ha producido una significativa pérdida de productividad, que se espera sea transitoria y se corrija a lo largo de 2022 y comienzos de 2023.

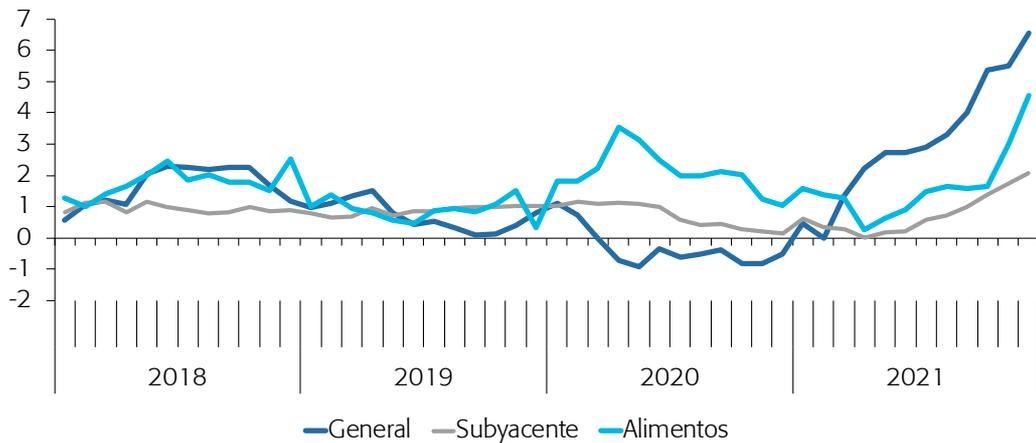
Finalmente, otro de los rasgos más destacables de la evolución económica reciente es el fuerte ascenso de la inflación. Esta inició el año en tasas muy reducidas, en torno a cero, y acabó en un 6,7 % en el mes de diciembre. En la primera mitad del ejercicio el incremento procedió del componente energético, concretamente de la recuperación del precio del petróleo tras las caídas sufridas en 2020, mientras la inflación subyacente se mantenía contenida en niveles muy reducidos. No obstante, a partir del verano, y especialmente en los últimos meses del año, al aumento del precio de petróleo se le sumó el fuerte encarecimiento de la electricidad y de los alimentos, y el ascenso de la inflación subyacente (gráfico 1).

Esta última terminó 2021 en un 2,1 %. El aumento de la inflación en los alimentos y en los componentes de la inflación subyacente refleja el traslado de los mayores costes de producción hacia los precios finales al consumo. En el caso concreto de los servicios, finalmente, hay otro factor que ha contribuido a elevar su tasa de inflación, concretamente la normalización de precios en ciertos servicios –hoteles y paquetes turísticos– que sufrieron fuertes caídas de los mismos el año anterior como consecuencia de la pandemia.

Gráfico 1

Índice de precios de consumo (IPC)

(Tasas de crecimiento interanual, en porcentaje)



Fuente: INE.

Perspectivas para 2022-2023

Los principales factores que impulsan la recuperación se mantienen, tanto del lado de la demanda interna como de la externa. El sobreaahorro familiar generado por la crisis se irá reabsorbiendo, algo que entraña un incremento del consumo privado y de la inversión en construcción, sobre todo en el presente ejercicio. Las previsiones incorporan una reducción de la tasa de ahorro hasta el 7,4 % en 2023, un valor próximo a la media de la serie histórica. Por otra parte, se espera una aceleración de la tramitación y de la gestión de los fondos europeos, y un avance de las negociaciones con la Comisión Europea acerca de los denominados proyectos estratégicos para la recuperación y transformación económica (PERTE). Si el ritmo de ejecución a cuenta de los fondos europeos alcanzado durante los últimos meses se mantuviera, el gasto se elevaría a 24.000 millones en 2022 (de los cuales aproximadamente la mitad como remanente del anterior ejercicio), y en torno a 17.000 millones en 2023.

En cuanto a la demanda externa, el turismo extranjero continuará su remontada, si bien esta no será total, por las reticencias a viajar heredadas de la pandemia. Los ingresos en concepto de turismo

internacional alcanzarían así el 80 % del nivel precrisis a finales de 2022, y el 90 % a finales de 2023.

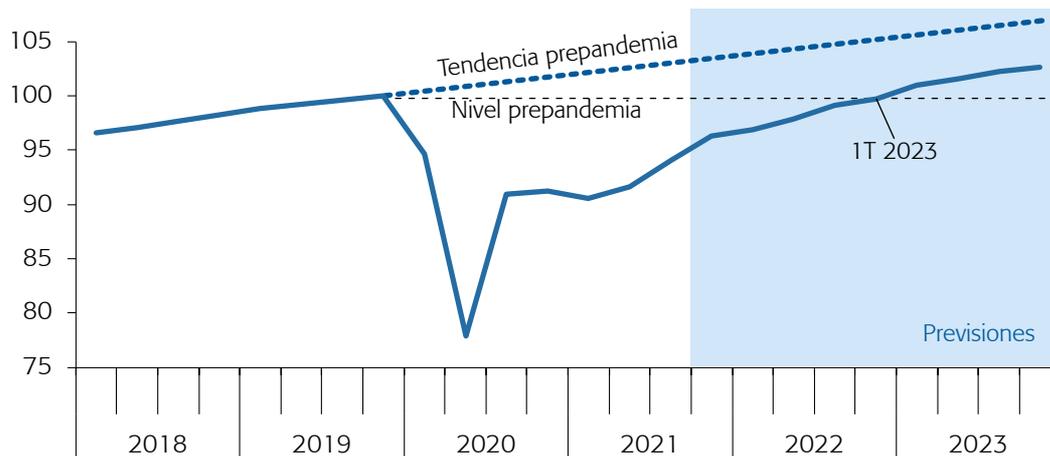
Según los mercados de futuros, el precio del gas y de la electricidad debería descender un 15 % a partir del mes abril, y la cotización del barril de Brent lo haría un 10 %. Asimismo, fruto de la recomposición de la cadena de suministros, los cuellos de botella seguirán relajándose, facilitando la respuesta del aparato productivo al incremento de la demanda.

El principal desafío será la inflación de precios energéticos y sus efectos de segunda ronda en la economía española. Para estas previsiones se parte de la hipótesis de una relajación del precio de la electricidad y de los hidrocarburos a partir de la primavera. Según los mercados de futuros, el precio del gas y de la electricidad debería descender un 15 % a partir del mes abril, y la cotización del barril de Brent lo haría un 10 % (hipótesis que también se incorporan en el escenario central). Asimismo, fruto de la recomposición de la cadena de suministros, los cuellos de botella seguirán relajándose, facilitando la

Gráfico 2

PIB, niveles

(Base 100 = 4T 2019)



Fuente: INE y previsiones Funcas.

respuesta del aparato productivo al incremento de la demanda.

4 Sobre la base de estas hipótesis, se espera un crecimiento del PIB del 5,6 % en 2022, como consecuencia, en primer lugar, del rebote de la demanda interna, con una aportación de 5,2 puntos (cuadros 1 y 2). Destaca el tirón de la inversión, tanto en construcción como en equipo, gracias al efecto demanda embalsada unido a los estímulos del plan de recuperación. El consumo de las familias también registrará una intensa expansión, por la liberación del ahorro acumulado en la crisis y el incremento de la renta disponible aportado por la creación de empleo, compensando la pérdida de poder adquisitivo de los salarios. El consumo público emprenderá una senda de moderación, a medida que el gasto generado por la pandemia se reduce.

En segundo lugar, el sector exterior también será un importante factor de expansión, con una aportación al crecimiento de 0,4 puntos. Las exportaciones de bienes y de servicios no turísticos seguirán ganando cuota de mercado, y las de servicios turísticos se beneficiarán de la flexibilización de las restricciones a los desplazamientos, a medida que la vacunación progresa a través del planeta. Las importaciones, por su parte, también se incrementan (en línea con una

elasticidad del 1,4, próxima a la media del periodo de expansión posterior a la crisis financiera), pero a menor ritmo que las ventas en el exterior.

El empuje de la demanda, junto con las tensiones en los mercados energéticos y las restricciones de oferta, impulsarán el IPC hasta el 3,6 % en 2022 (lo que se traduce en un 3 % en concepto de deflactor del consumo privado) y el 2 % en 2023. La inflación subyacente también converge hacia esas cotas, a medida que se generalizan los incrementos de precios.

Las tendencias expansivas irán perdiendo vigor en 2023, a medida que se agotan la demanda embalsada, el sobreahorro familiar y el margen de rebote del turismo. Sin embargo, el PIB todavía crecerá un 3,5%, permitiendo la recuperación del nivel de actividad anterior a la pandemia, una circunstancia que podría producirse en el primer trimestre de ese año (gráfico 2). Todos los factores de demanda contribuirán al crecimiento, en especial la inversión.

El mercado laboral reflejará la recuperación de la economía, aunque en menor medida que en 2021

por la desaparición de los efectos de reapertura de la actividad. Se prevé la creación de 850.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo durante los próximos dos años, menos de lo que se estima para el pasado ejercicio. La tasa de actividad, por su parte, ya ha alcanzado su nivel precrisis y no se anticipan cambios. Por tanto la mejora del empleo se reflejará en la tasa de paro, que podría descender por debajo del 13 % a finales del periodo de previsión; sin embargo, España seguirá siendo, junto con Grecia, uno de los pocos países de la UE con una tasa de desempleo a doble dígito, en línea con los vaticinios de la Comisión Europea.

El empuje de la demanda, junto con las tensiones en los mercados energéticos y las restricciones de oferta, impulsarán el IPC hasta el 3,6 % en 2022 (lo que se traduce en un 3 % en concepto de deflactor del consumo privado) y el 2 % en 2023. La inflación subyacente también converge hacia esas cotas, a medida que se generalizan los incrementos de precios. El deflactor del PIB incorpora esa tendencia y su incremento será del 2 % en ambos años, el más elevado desde el estallido de la crisis financiera.

El repunte de la inflación provocará, en primer lugar, una erosión de la capacidad de compra de los salarios en términos reales del 3 % en el conjunto del periodo de previsión. Los costes laborales unitarios, por su parte, descenderán en torno al 2 %, en total, durante los dos años. No obstante, habida cuenta de los incrementos registrados en 2020-2021, todavía se situarían por encima de los niveles precrisis.

En segundo lugar, se anticipa que los inversores exigirán un incremento del rendimiento de los bonos públicos, como ya han empezado a hacer en EE. UU. donde las presiones inflacionistas son significativamente más pronunciadas. El bono español a 10 años podría cotizar en torno al 1,5 % a finales de 2023, dejando definitivamente atrás las tasas negativas alcanzadas en el pasado ejercicio. Y el BCE seguirá normalizando su política monetaria, lo que conlleva una reducción de la compra de deuda pública así como, a partir del año que viene, un ajuste en los tipos de intervención.

La cuenta corriente frente al exterior seguirá arrojando un saldo netamente positivo, pese al encarecimiento de la factura de las importaciones, especialmente las energéticas, y a la recuperación incompleta del turismo. La capacidad de financiación, que incorpora la entrada de transferencias europeas además del saldo por cuenta corriente, presentará un superávit aún mayor.

Los principales riesgos son a la baja. Las hipótesis de relajación de los precios energéticos a partir de la primavera están sujetas a factores geopolíticos, tales como el conflicto de Ucrania y un posible desbordamiento en el mercado del gas. Además, la aparición de nuevas variantes del virus podría agravar las restricciones de actividad. Finalmente, una espiral de precios internos y de salarios, aunque no parece probable, tampoco es descartable.

La previsión de déficit público se ha rebajado, debido a que en 2021 fue muy inferior al pronosticado como consecuencia de un crecimiento de la recaudación de las diferentes figuras impositivas superior a su elasticidad habitual con respecto a las bases imponibles. Se espera que dichas elasticidades retornen a sus niveles históricos, y en base a ello, y bajo el supuesto de que no hay cambios en la política fiscal, se prevé un déficit del 5,7 % del PIB en 2022 y del 4,8 % en 2023. El volumen nominal de deuda pública, por tanto, seguirá creciendo, aunque su ratio con respecto al PIB descenderá hasta el 116,4 % este año y el 114,6 % el año próximo. Tanto el déficit como la deuda superan los límites establecidos en las reglas fiscales de la UE, que de momento permanecen en entredicho.

La inflación, principal riesgo

Los principales riesgos son a la baja. Por una parte, las hipótesis de relajación de los precios energéticos a partir de la primavera están sujetas a factores geopolíticos, tales como el conflicto de Ucrania y

Cuadro 1

Previsiones económicas para España 2021-2023

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

	Datos observados				Previsiones Funcas			Variación de las previsiones (a)	
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	Media 2014-2019	2020	2021	2022	2023	2021	2022
1. PIB y agregados, precios constantes									
PIB	3,7	-1,3	2,6	-10,8	5,1	5,6	3,5	0,0	-0,4
Consumo final hogares e ISFLSH	3,7	-2,1	2,2	-12,0	5,4	4,9	3,2	0,4	-0,6
Consumo final administraciones públicas	4,2	0,9	1,3	3,3	3,4	2,4	0,4	-0,3	-0,2
Formación bruta de capital fijo	6,1	-7,6	4,8	-9,5	3,8	9,4	7,1	-0,9	0,8
Construcción	5,5	-10,7	4,9	-9,6	-2,2	9,6	7,6	-2,7	0,3
Equipo y otros productos	7,5	-2,7	4,8	-9,5	10,3	9,3	6,7	0,9	1,5
Exportación bienes y servicios	6,5	1,8	4,0	-20,1	11,9	9,6	5,2	-0,2	-1,2
Importación bienes y servicios	8,7	-4,0	4,4	-15,2	12,0	8,6	4,8	0,6	-0,5
Demanda nacional (b)	4,4	-3,1	2,6	-8,6	4,9	5,2	3,3	0,1	-0,2
Saldo exterior (b)	-0,7	1,8	0,0	-2,2	0,1	0,4	0,2	-0,3	-0,2
PIB precios corrientes:	--	--	--	1121,9	1197,3	1289,6	1362,2	--	--
- miles de mill. de euros									
- % variación	7,3	-0,8	3,4	-9,8	6,7	7,7	5,6	0,2	-0,5
2. Inflación, empleo y paro									
Deflactor del PIB	3,5	0,5	0,7	1,1	1,6	2,0	2,1	0,3	0,0
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,7	0,7	0,0	2,3	3,0	2,0	-0,4	0,8
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,3	-3,4	2,4	-7,6	6,3	3,0	1,7	1,4	1,0
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	18,8	15,5	15,0	14,0	13,0	-0,3	-0,8
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)									
Tasa de ahorro nacional	16,7	18,8	21,7	21,5	21,7	22,5	23,1	0,3	0,0
- del cual, ahorro privado	13,3	22,9	23,6	28,8	25,5	25,8	25,7	-1,4	-0,4
Tasa de inversión nacional	26,7	21,7	19,4	20,7	21,0	21,6	22,1	0,2	0,6
- de la cual, inversión privada	17,9	17,8	17,3	18,1	18,0	18,6	19,4	-0,2	0,2
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-2,9	2,3	0,8	0,8	0,9	1,0	0,3	-0,8
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,4	2,7	1,2	1,5	2,7	2,4	0,3	-0,4
- Sector privado	-3,8	6,4	6,6	12,2	8,0	8,4	7,2	-1,1	-0,7
- Saldo AA.PP. exc. ayudas a ent. financieras	-0,9	-8,1	-3,9	-10,1	-6,5	-5,7	-4,8	1,4	0,3
Deuda pública según PDE	52,2	67,6	98,5	120,0	119,4	116,4	114,6	-1,0	-0,7
4. Otras variables									
PIB eurozona	2,3	-0,2	1,9	-6,5	5,0	4,0	2,0	0,1	-0,2
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	9,5	8,8	6,7	14,9	10,4	9,3	7,4	0,0	2,0
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	93,3	128,5	101,7	94,4	91,4	85,1	82,1	0,1	-2,0
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	91,5	133,4	102,8	106,9	99,1	90,7	84,5	-0,6	0,2
Deuda externa bruta española (% del PIB)	94,7	162,4	168,8	199,3	190,9	178,3	172,5	-1,3	1,6
Euribor 12 meses (% anual)	3,74	1,90	0,01	-0,30	-0,49	-0,35	-0,10	0,00	0,12
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,00	4,74	1,58	0,38	0,35	0,80	1,30	0,03	0,22

(a) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las anteriores.

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

Fuentes: 1996-2020: INE y Banco de España; Previsiones 2021-2023: Funcas.

Cuadro 2

Previsiones trimestrales para la economía española

(Variación en porcentaje a precios constantes, salvo indicación en contrario. Previsiones en zona sombreada)

Periodo	PIB	Consumo privado (1)	Consumo público	FBCF	Export.	Import.	Contrib. al crec. PIB (1)		Empleo (2)	Tasa de paro	
							Demanda nacional	Saldo exterior			
2014	1,4	1,7	-0,7	4,1	4,5	6,8	1,9	-0,5	1,0	24,4	
2015	3,8	2,9	2,0	4,9	4,3	5,1	3,9	-0,1	3,2	22,1	
2016	3,0	2,7	1,0	2,4	5,4	2,6	2,0	1,0	2,8	19,6	
2017	3,0	3,0	1,0	6,8	5,5	6,8	3,1	-0,2	2,9	17,2	
2018	2,3	1,7	2,3	6,3	1,7	3,9	2,9	-0,6	2,2	15,3	
2019	2,1	1,0	2,0	4,5	2,5	1,2	1,6	0,5	2,6	14,1	
2020	-10,8	-12,0	3,3	-9,5	-20,1	-15,2	-8,6	-2,2	-7,6	15,5	
2021	5,1	5,4	3,4	3,8	11,9	12,0	4,9	0,1	6,3	15,0	
2022	5,6	4,9	2,4	9,4	9,6	8,6	5,2	0,4	3,0	14,0	
2023	3,5	3,2	0,4	7,1	5,2	4,8	3,3	0,2	1,6	13,0	
<i>Variación trimestral, en %</i>										<i>Tasa de paro</i>	
2020	I	-5,4	-6,2	1,2	-3,0	-8,3	-5,5	-4,3	-1,1	-1,9	14,4
	II	-17,7	-20,0	0,8	-19,9	-32,7	-27,6	-15,2	-2,4	-17,9	15,3
	III	16,8	21,0	1,1	20,6	30,0	26,5	15,4	1,4	16,4	16,3
	IV	0,2	-0,8	1,4	0,6	5,6	4,5	-0,1	0,3	1,1	16,1
2021	I	-0,7	-2,2	0,4	0,1	0,3	0,4	-0,6	0,0	1,1	16,0
	II	1,2	4,9	0,8	-2,5	1,3	4,5	2,1	-0,9	-0,1	15,3
	III	2,6	1,0	0,5	1,2	7,1	2,2	1,0	1,6	3,9	14,6
	IV	2,4	1,6	1,2	3,7	1,1	0,8	2,3	0,1	-0,2	14,3
2022	I	0,6	0,5	0,4	2,2	1,6	2,0	0,7	-0,1	0,5	14,8
	II	1,0	1,0	0,4	2,8	2,1	2,5	1,1	-0,1	0,8	14,0
	III	1,3	1,2	0,4	2,9	2,5	2,5	1,3	0,0	0,3	13,5
	IV	0,6	0,5	0,4	2,3	1,2	1,5	0,7	-0,1	0,1	13,9
<i>Variación interanual, en %</i>											
2020	I	-4,3	-5,0	2,2	-2,9	-7,1	-5,1	-3,5	-0,9	-0,6	--
	II	-21,5	-24,1	2,7	-22,2	-38,3	-31,6	-18,2	-3,3	-18,8	--
	III	-8,7	-8,9	3,6	-7,3	-19,7	-14,5	-6,4	-2,2	-5,6	--
	IV	-8,8	-10,0	4,7	-5,7	-15,3	-9,5	-6,5	-2,3	-5,2	--
2021	I	-4,3	-6,2	3,8	-2,6	-7,3	-3,8	-3,0	-1,2	-2,3	--
	II	17,7	23,1	3,7	18,5	39,4	38,9	17,3	0,4	18,9	--
	III	3,4	2,7	3,1	-0,6	14,8	12,2	2,5	0,9	6,2	--
	IV	5,6	5,3	2,9	2,5	10,0	8,2	4,9	0,7	4,8	--
2022	I	7,0	8,2	2,9	4,6	11,4	9,9	6,4	0,6	4,2	--
	II	6,8	4,2	2,5	10,3	12,3	7,7	5,2	1,5	5,1	--
	III	5,3	4,4	2,4	12,2	7,5	8,0	5,4	-0,1	1,4	--
	IV	3,5	3,2	1,6	10,6	7,6	8,7	3,8	-0,3	1,7	--

(1) Contribución en puntos porcentuales al crecimiento del PIB. (2) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Cuadro 3

Impacto de un punto adicional de inflación en la cuenta de los hogares

	2022	2023	Total
A. Hipótesis de reducción de la tasa de ahorro (preferencia por el gasto)			
Renta disponible de los hogares, en miles de millones de euros	-7.594	-6.075	-13.669
Tasa de ahorro de los hogares, en puntos porcentuales	-1,2	-2,0	-3,2
B. Hipótesis de mantenimiento de la tasa de ahorro (preferencia por el ahorro)			
Renta disponible de los hogares, en miles de millones de euros	-10.662	-7.554	-18.216
Tasa de ahorro de los hogares, en puntos porcentuales	0,0	0,0	0,0

Fuente: Funcas.

un posible desbordamiento en el mercado del gas. Además, la aparición de nuevas variantes del virus podría agravar las restricciones de actividad, como en China, donde existen dudas acerca de la capacidad inmunizadora de la vacunación, algo que podría generar una nueva ola de disrupción de suministros. Finalmente, una espiral de precios internos y de salarios, aunque no parece probable, tampoco es descartable (efectos de segunda ronda). De producirse, entrañaría un deterioro de la competitividad y un repunte de las primas de riesgo.

Para ilustrar el impacto de la inflación, se ha procedido a un escenario de riesgo incrementado con un IPC del 4,7 % en 2022 y del 3 % en 2023, es decir, un punto más que en el escenario central. Habida cuenta de la hipótesis de moderación de los actores sociales, el alza del IPC detraería poder adquisitivo (cuadro 3). Así pues, la reducción de renta disponible bruta de los hogares acumulada

durante los dos años estaría entre 13.700 millones de euros (caso de reducción de la tasa de ahorro para mantener el nivel de consumo) y 18.200 millones de euros (caso de compresión del gasto en consumo para mantener la tasa de ahorro en relación al escenario central).

La reactivación de las reglas fiscales europeas a partir de 2023, tras el paréntesis de la crisis pandémica, es otro importante desafío para la economía española. Una aplicación abrupta de los límites de déficit y de deuda no parece realista, habida cuenta de la magnitud de los desequilibrios en varios países miembros, entre otros España. Por tanto, se ha abierto un debate en el seno de la UE acerca de las opciones de reforma. Si bien los escenarios son múltiples, todos apuntan a que la política presupuestaria estará sometida a ciertas limitaciones en los años venideros.

Recuperándose de la pandemia: el papel del *mix* de políticas macroeconómicas

Erik Jones*

La coordinación de las políticas económicas ha sido un factor de gran importancia tanto en la crisis financiera global como en la actual crisis pandémica: en el primer caso, porque no existió, y en el segundo, porque sí se ha producido. El *mix* de políticas económicas, basado principalmente en la interacción de las políticas monetaria y fiscal, ha desempeñado un papel esencial en promover la recuperación económica de Europa durante la pandemia, habiéndose visto reforzado por un ambicioso programa fiscal a nivel europeo como representa el Plan de Recuperación *Next Generation EU*. Sin embargo, la incertidumbre sobre la evolución económica a corto plazo así como sobre su confluencia con tendencias a largo plazo –el envejecimiento de la población, el cambio climático y la digitalización– tiene potentes implicaciones sobre la coordinación de las políticas económicas, entre países y dentro de cada país. Baste citar al respecto las diferentes consideraciones sobre la evolución de la inflación a corto plazo y la sostenibilidad de la deuda a largo plazo, y las diferentes propuestas que derivan de enfoques contrapuestos. La conclusión no es que la coordinación sea imposible; más bien, es que a pesar de la experiencia reciente, no puede darse por sentada. Requerirá de un cuidadoso análisis de lo que constituye una situación económica que no tiene precedentes y de un sólido acuerdo sobre la política económica que debería aplicarse.

La recuperación macroeconómica de las consecuencias económicas de la pandemia en Europa ha sido más rápida de lo esperado, y ello pese a las sucesivas olas de contagios. Esa rapidez es especialmente notable si se compara con la recuperación

de la última crisis económica y financiera global. Los organismos que elaboran proyecciones prevén que la mayoría de las economías europeas habrán recuperado los niveles anteriores a la pandemia en cuanto a PIB y desempleo en el segundo trimestre

* Profesor y director del Centro Robert Schuman de Estudios Avanzados en el Instituto Universitario Europeo.

de 2022 (si es que no lo han hecho ya¹), es decir, solo ocho trimestres después del *shock*. Prevén que para final de este año² la eurozona haya vuelto al crecimiento tendencial del PIB anterior a la crisis.

En contraste, recuperarse de la crisis económica llevó al menos diez años a una buena parte de Europa³; en algunos países, como Italia, la economía aún no se había recuperado del todo cuando estalló la pandemia. Como explica el presidente del Eurogrupo, Paschal Donohoe, la diferencia “se debe en gran medida a las políticas coordinadas que aplicamos para paliar las consecuencias económicas de la pandemia. Es un recordatorio de que con la acción coordinada se consigue más que con esfuerzos individuales”⁴. Sin duda tiene razón en que la coordinación de las políticas macroeconómicas fue importante en la última crisis y en la actual (en el primer caso, porque no existió; en el segundo, porque sí lo hizo). Lo que no resulta tan evidente es que una coordinación exitosa sea algo que los responsables de política económica europeos puedan ahora dar por seguro.

Falta de coordinación

La coordinación, tanto referida al propio país como entre países, es algo que los responsables de política económica han reconocido desde hace tiempo como importante (Cooper, 1968). Tal coordinación, sin embargo, es con frecuencia difícil.

La crisis económica y financiera global brindó en muchos aspectos una evidencia práctica sobre los retos a los que se debe hacer frente. Los *policy-makers* que se vieron confrontados por los *shocks* iniciales en 2007 y 2008 pudieron reconocer las tensiones en los mercados financieros; aunque con cierto retraso, también pudieron prever cómo esas tensiones podrían impactar sobre el crecimiento y el empleo. Pero fallaron a la hora de anticipar cómo la política monetaria interactuaría con la política fiscal, ya fuera directamente, en términos de la conexión de la política monetaria con los mercados de deuda soberana, o indirectamente, en lo que respecta a dónde deberían colocar el foco los responsables de las políticas monetaria y fiscal y cómo esos objetivos interactuarían entre sí.

Esta confusión es lo bastante complicada como para requerir un tomo entero dedicado a su análisis para entenderla completamente (Tooze, 2018). La forma más fácil de ilustrar las tensiones es señalando los momentos en los que tuvieron lugar fallos en las políticas. En lo que respecta al Banco Central Europeo (BCE), los ejemplos más obvios se produjeron a finales de otoño de 2007 y en verano de 2008, cuando el Consejo de Gobierno optó por endurecer las reglas sobre el uso de los activos de garantía (para restringir la expansión del crédito y reducir el riesgo en su propio balance) y centrarse en la inflación, en lugar de en la estabilidad financiera, con la elevación de los tipos de interés⁵. Ambas decisiones tuvieron que revertirse en septiembre de

¹ Las proyecciones macroeconómicas del BCE de diciembre de 2021 fechan la vuelta a los niveles de producción anteriores a la pandemia en el primer trimestre de 2022, frente al cuarto trimestre de 2021 previsto anteriormente. Anticipan un crecimiento más lento en el segundo trimestre de 2022, pero una aceleración en el tercero. Admiten que estas previsiones son más conservadoras que las de otras organizaciones internacionales. Véase, https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202112_eurosystemstaff~32e481d712.en.html#:~:text=The%20December%202021%20projections%20suggest,around%20the%20turn%20of%202022

² Véase la carta dirigida por el presidente del Eurogrupo, Paschal Donohoe, al presidente del Consejo Europeo el 16 de diciembre de 2021. Véase, <https://www.consilium.europa.eu/media/53380/peg-letter-to-president-michel-december-2021.pdf>

³ Este comunicado de prensa de la Comisión Europea celebra la recuperación durante una década como el resultado de la “intervención decisiva” de las instituciones europeas. Véase, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_17_2401

⁴ De nuevo, véase la carta de Donohoe al presidente del Consejo Europeo.

⁵ La decisión del Consejo de Gobierno en materia de tipos de interés puede encontrarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080703.en.html>. Para una exposición histórica del desarrollo de las reglas sobre activos de garantía del BCE, véase Eberl y Weber (2014).

2008 cuando el banco de inversión estadounidense Lehman Brothers se desplomó.

Estas medidas de política monetaria no solo se encaminaban en la dirección equivocada. También desplazaron gran parte de la carga para la estabilización macroeconómica hacia los estabilizadores automáticos integrados en la política fiscal, pues la brusca caída de la actividad redujo la recaudación vía impuestos, mientras que el aumento del desempleo se tradujo en un mayor número de solicitantes de prestaciones. Por otro lado, la marcha atrás de las medidas monetarias en Europa tras Lehman Brothers no fue suficiente para contrarrestar el impacto de la crisis sobre el endeudamiento y los déficits públicos. O peor, fue incoherente. El Consejo de Gobierno trató de nuevo de subir sus tipos de interés en el verano de 2011⁶. De nuevo, dicho movimiento hubo de ser corregido más tarde.

La historia en el capítulo fiscal fue también complicada. Los responsables de la política fiscal reconocieron con rapidez la contribución de los estabilizadores automáticos a paliar los efectos de la crisis. No obstante, les preocupó que un recurso excesivo a dichas características automáticas de impuestos y transferencias diera lugar a desequilibrios estructurales persistentes que pudieran crear una carga insostenible de deuda pública (Schäuble, 2010). En consecuencia, empezaron a endurecer las reglas de coordinación de la política fiscal a fin de centrarse en la sostenibilidad de la deuda a largo plazo, incluso aunque ello menoscababa la efectividad de los estabilizadores automáticos e impedía que las autoridades fiscales interviniesen eficazmente ofreciendo respaldo a la solvencia de los bancos y garantizando así la estabilidad financiera (Schmidt, 2020).

El efecto de este viraje en la política fiscal fue hacer recaer en las espaldas del Banco Central Europeo gran parte de la carga de velar por la estabilidad financiera y los resultados macroeconómicos.

Las autoridades fiscales nacionales podían aspirar a un papel más activo, pero los países que ya estaban en dificultades rápidamente perdieron credibilidad entre los operadores de los mercados financieros (Hopkin, 2015). Esto explica por qué el presidente del BCE, Mario Draghi, se comprometió a hacer “lo que hiciera falta” para defender el euro en julio de 2012, incluso si ello requería la compra de cantidades ilimitadas de deuda soberana de los países más afectados. También explica que el BCE siguiese

Los miembros tanto del Consejo de Gobierno del BCE como del Eurogrupo empezaron a centrar más su atención en encontrar vías para fortalecer el impacto de la política monetaria y fiscal en los resultados macroeconómicos y en garantizar que los dos conjuntos de instrumentos trabajasen juntos de manera complementaria. Este nuevo énfasis en la coordinación se tradujo en importantes innovaciones.

avanzando por la senda de la política monetaria no convencional, con medidas como la compra masiva de activos y tipos de interés de depósito negativos, al ver que la recuperación de la crisis no acababa de materializarse.

La intervención del BCE sirvió para poner fin a la fase álgida de la crisis de la deuda soberana europea, pero no fue suficiente para promover una recuperación económica duradera. Esta es la razón de que los últimos grandes movimientos del Consejo de Gobierno antes de la pandemia fueran nuevos refuerzos al estímulo monetario no convencional. Es también el motivo de que desde el liderazgo del BCE se empezase a reclamar abiertamente una autoridad fiscal europea (Jones, 2019).

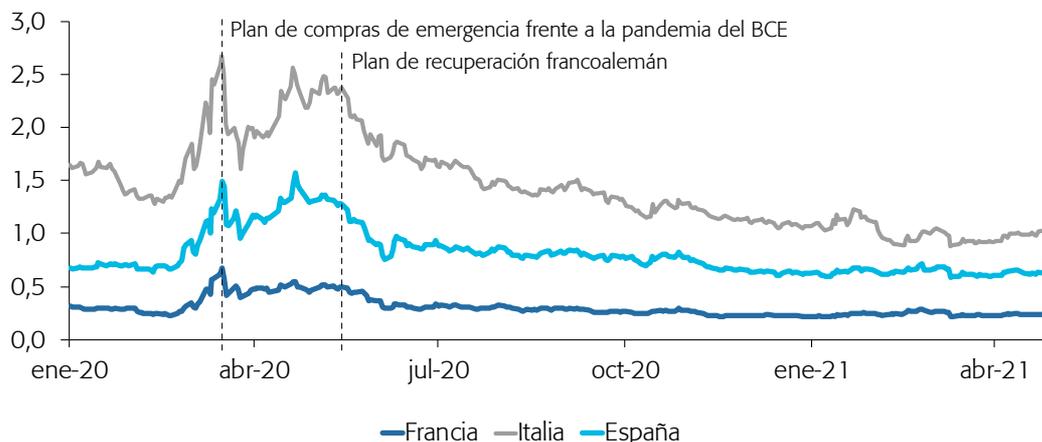
Con todo, pese al resultado macroeconómico relativamente discreto de Europa después de diez

⁶ Esa decisión de política monetaria puede encontrarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr110707.en.html>. La tensión que rodea las previsiones sobre inflación queda patente en la entrevista con la miembro del Comité Ejecutivo del BCE Isabel Schnabel del 10 de enero de 2022 en *Süddeutsche Zeitung*. La versión en inglés está disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2022/html/ecb.in220114~e43be9798e.en.html/>

Gráfico 1

Rentabilidad de los bonos a 10 años

(En porcentaje)



Fuente: IHS Markit Group.

años del comienzo de aquella crisis, los *policy-makers* europeos no se pusieron de acuerdo sobre cómo la coordinación de los diversos instrumentos de política económica fortalecería la gobernanza macroeconómica. Es más, discrepaban sobre cómo debían orientarse los diferentes instrumentos y qué resultados cabía esperar de ellos. Entre tanto, mientras algunos responsables económicos se quejaban de que la política no convencional del BCE conduciría a la dominancia monetaria sobre la política fiscal, otros se lamentaban de que un excesivo compromiso con la consolidación fiscal estaba maniatando la capacidad de los responsables de política monetaria.

Un nuevo comienzo

La irrupción de la pandemia vino a alterar el discurso de forma fundamental, aunque no inmediata. Durante las primeras semanas, las antiguas discordias sobre la dominancia monetaria y la austeridad fiscal reaparecieron (Howarth y Quaglia, 2021). Los resultados de esta continua discrepancia fueron en ocasiones dramáticos, como cuando la presidenta del BCE, Christine Lagarde, insistió en que no era el cometido de la institución que ella presidía “cerrar

el diferencial” entre la prima que pagaban los países más golpeados por la pandemia por endeudarse y la de los demás países de la eurozona (gráfico 1). Los antiguos debates también resonaban en la petición del ministro holandés de finanzas, Wopke Hoekstra, de una investigación para esclarecer por qué algunos países del sur de Europa no estaban en una mejor posición fiscal al comienzo de la pandemia. La reacción desde otros puntos de Europa a esta petición fue determinante en cambiar el tono del discurso (Jones, 2021a).

Los miembros tanto del Consejo de Gobierno del BCE como del Eurogrupo empezaron a centrar más su atención en encontrar vías para fortalecer el impacto de la política monetaria y fiscal en los resultados macroeconómicos y en garantizar que los dos conjuntos de instrumentos trabajasen juntos de manera complementaria. Este nuevo énfasis en la coordinación se tradujo en importantes innovaciones. El Consejo de Gobierno del BCE empezó a adquirir deuda soberana con mayor flexibilidad para asegurar un adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria (con el efecto de “cerrar los diferenciales”); también empezó a utilizar su tipo de depósito y sus operaciones de préstamo a largo plazo de tal manera que subvencionaba directamente el crédito bancario al sector privado. Al mismo tiempo, el Eurogrupo

facultó a la Comisión Europea para que captase fondos directamente en los mercados y los destinase a apoyar los sistemas de protección del empleo de los Estados miembros, y colaboró estrechamente con el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y el Banco Europeo de Inversiones (BEI) para garantizar que tanto los gobiernos como las empresas tuvieran acceso a otras fuentes de crédito de emergencia.

No todas las innovaciones fueron igual de exitosas (o atractivas). Lo importante es que todas apuntaban en la misma dirección: así, mientras las autoridades monetarias se orientaban a la generación de crédito y la estabilidad de los mercados financieros, las autoridades fiscales estabilizaron la renta disponible, el consumo y la inversión. La concepción de un reforzado Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (*Next Generation EU*) fue el último paso en este proceso; esta innovación fue importante para asegurar que los beneficios de la coordinación de las políticas macroeconómicas se extendieran simétricamente a toda la Unión Europea, tanto a los países que habían adoptado la moneda única como a los que no. Y señaló un cambio fundamental en el debate, dejando de lado un enfoque estrecho sobre la dominancia monetaria o fiscal en favor de otro más coordinado hacia la estabilización macroeconómica. De ahí que la propuesta francoalemana en mayo de 2020 de dotar a la Comisión Europea de mayor capacidad para endeudarse tuviera un fuerte impacto en el mercado de bonos (Jones, 2021b) (gráfico 1).

Este giro en el discurso fue posible porque los *policymakers* compartían un mismo diagnóstico de la situación macroeconómica: cuando los líderes europeos confinaron a sus ciudadanos para frenar los contagios, sabían que esto implicaría el cierre de importantes áreas de la actividad económica; que tensionaría los balances de familias y empresas; que presionaría a la baja los precios; y que complicaría la emisión de deuda por los gobiernos. También sabían que la capacidad de las autoridades monetarias sin el apoyo fiscal era limitada; y sabían que la facultad de los gobiernos de los Estados miembros para proveer ese apoyo fiscal variaba considerablemente de un país a otro. Este diagnóstico compartido no era universal, y hubo importantes diferencias entre los

gobiernos de los Estados miembros (Jones, 2021a). Pero existió suficiente consenso para formar la base de un *mix* de políticas macroeconómicas efectivo (e innovador) (Rhodes, 2021).

La fórmula para coordinar el uso de los instrumentos de política macroeconómica no es obvia. El mix de políticas macroeconómicas no se reduce simplemente a asegurar que la política monetaria trabaje bien con la política fiscal. Consiste también en garantizar que ambas políticas tengan efectos estabilizadores en la situación económica. Y más importante aún, es una cuestión de asegurar que los diferentes instrumentos estabilicen diferentes aspectos de la economía.

Los responsables macroeconómicos también compartían una misma noción de cómo interactuarían las políticas monetaria y fiscal entre sí. Las compras masivas de deuda pública por el BCE impulsaron los precios de los bonos y hundieron los tipos de interés, haciendo que fuera más fácil para los gobiernos endeudarse y mantener niveles más altos de deuda. A su vez, este endeudamiento público no solo dio soporte a mayores niveles de producción y de empleo, sino que también ayudó a estabilizar las expectativas del mercado sobre la inflación futura —y de ese modo hizo más probable que el BCE cumpliera su objetivo primario de política, la estabilidad de precios, definida (por entonces) como la convergencia hacia niveles de inflación anual esperada inferiores, aunque próximos, al 2 %—. Por último, la combinación de subvenciones a los préstamos en forma de *LTRO* (operaciones de refinanciación a largo plazo), de ayudas directas a las familias y empresas, y de otras ayudas estatales contribuyó a mantener la estabilidad de los mercados financieros. De este modo, el *mix* de políticas macroeconómicas fue complementario en sus múltiples dimensiones, puesto que los diferentes instrumentos actuaban como refuerzo unos de otros y a la vez apuntalaban el resultado macroeconómico subyacente. Los responsables europeos como Donohoe tienen motivos para estar orgullosos de sus logros.

Por qué es difícil la coordinación

El *mix* de políticas macroeconómicas jugó un papel esencial en promover la recuperación económica de Europa durante la pandemia. La orientación expansiva de la política monetaria y los esfuerzos fiscales a nivel nacional al comienzo de la crisis no fueron suficientes para estabilizar la economía ni el sentimiento del mercado; solo la promesa de una acción fiscal a nivel europeo consiguió cambiar las tornas —sobre todo en los mercados de deuda soberana, pero también, algo más tarde, en lo que respecta al consumo, la inversión y el empleo (Jones, 2021b)—.

Con todo, la fórmula para coordinar el uso de los instrumentos de política macroeconómica no es obvia. El *mix* de políticas macroeconómicas no se reduce simplemente a asegurar que la política monetaria trabaje bien con la política fiscal. Consiste también en garantizar que ambas políticas tengan efectos estabilizadores en la situación económica. Y más importante aún, es una cuestión de asegurar que los diferentes instrumentos establezcan diferentes aspectos de la economía. Este reparto del trabajo entre las políticas macroeconómicas es a lo que aludía Jan Tinbergen en su famosa máxima de que cada instrumento debería asignarse a alcanzar un objetivo macroeconómico diferente.

Lo que el problema de asignación de Tinbergen exige —y ahí reside el meollo del asunto— es que los responsables de política económica compartan una misma visión de cómo las diferentes variables objetivo, como la producción y el empleo, o la inflación, interactúan en la economía real (Kydland, 1969). Cuando los *policymakers* no comparten dicha visión común, es difícil coordinar eficazmente la gestión de los instrumentos de política económica. En cambio, es fácil imaginar cómo podrían sentir inquietud por la influencia que un conjunto de políticas —léase, monetaria o fiscal— tendrá sobre la libertad de movimientos de las demás.

Así es como la discusión sobre el *mix* de políticas macroeconómicas rápidamente degenera en conversaciones sobre dominancia monetaria o fiscal. El objeto de atención pasa a ser menos la

complementariedad y más las restricciones relativas. Las consideraciones políticas penetran con facilidad en tales conversaciones; como derivada, las preocupaciones de índole más técnica cobran una apariencia ideológica. De este modo, no importa las lecciones que los responsables de la política económica pudieran haber aprendido sobre las virtudes de trabajar conjuntamente durante una crisis, ya que estas tienden a diluirse en el fragor de la batalla entre modelos competidores sobre el funcionamiento de la macroeconomía (Matthijs y Blyth, 2018).

Esta vez es diferente

El comienzo de la pandemia fue un raro momento en el que el acuerdo entre los responsables de la política económica fue relativamente fácil; la razón es que los gobiernos —con la introducción de medidas de distancia social y confinamiento— fueron los causantes del *shock* económico. Puede que discreparan sobre las implicaciones de la disrupción de la cadena de suministro o sobre la necesidad de adoptar unas u otras medidas, pero lo que no admitía discusión era el hecho de que tales cierres de la actividad —ya fuera a nivel del propio país o en socios comerciales clave— tendrían consecuencias profundas para la producción, el empleo y los precios (Cifuentes-Faura, 2021).

Ese fácil consenso sobre cómo funciona la economía no ha sobrevivido a la recuperación. Ello se debe, al menos en parte, a la falta de precedentes de la situación. Ningún economista ha experimentado jamás la clase de restricciones globales que los gobiernos introdujeron para frenar la propagación de los contagios y, por tanto, ninguno tiene un modelo claro de cómo se comportará la economía global a medida que los requisitos de distancia social se relajan (Chen *et al.*, 2020). El primer reto era restablecer la confianza de la población en que la relajación sucesiva de las medidas de distancia social no constituiría un riesgo sanitario (Demirgüç-Kunt, Lokshin y Torre, 2021).

Más allá de ese elemento psicológico, la lista de distorsiones abarca desde la escasez de contenedores de transporte marítimo o la acumulación

de ahorro por las familias durante el confinamiento, hasta el tránsito desde el consumo en servicios al consumo de bienes manufacturados o el movimiento de las compras presenciales a los pedidos a domicilio, pasando por el auge del comercio digital. También incluyen la proliferación del teletrabajo o de sistemas híbridos, la globalización acelerada de la prestación de servicios *business-to-business* y la relocalización de trabajadores desde las ciudades hacia la periferia o las comunidades rurales. Tales cambios no solo se tradujeron en una redistribución del capital entre vastos sectores de la economía, sino que también crearon importantes déficits de mano de obra, componentes intermedios y materias primas utilizadas por los sectores que se vieron más favorecidos por dicha redistribución.

Para complicar aún más las cosas, los efectos de la pandemia confluyen con tendencias más a largo plazo relativas al envejecimiento de la población, el cambio climático y la innovación tecnológica. De ahí que los gobiernos preocupados en dar una respuesta a la crisis tuvieran que buscarla al mismo tiempo que reformulaban los servicios públicos para atender las necesidades de los diferentes grupos demográficos, reducían el uso de la energía, estimulaban el reciclaje e introducían las infraestructuras necesarias para una economía digital y más sostenible. Estos proyectos forman parte medular de los planes de recuperación y resiliencia de la Unión Europea. Es decir, existe consenso en que estas transiciones requieren inversión.

El consenso es menor, en cambio, sobre el impacto que las inversiones requeridas tendrán en los resultados macroeconómicos (Genberg, 2020; Pisani Ferry, 2021). Aunque el gasto debería estimular la actividad económica, las repercusiones para el crecimiento de la productividad y la inflación a largo plazo siguen siendo ambiguas. Los modelos más optimistas sugieren un tránsito a un equilibrio nuevo y estable; otros apuntan a un aumento de la volatilidad a corto plazo y a mayor incertidumbre en horizontes temporales más largos.

Dicha incertidumbre tiene potentes implicaciones para la coordinación de la política macroeconómica en cuanto que afecta a consideraciones sobre la

evolución de la inflación a corto plazo y la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. Las conversaciones sobre la evolución de la inflación ya generan división en el Consejo de Gobierno del BCE: miembros destacados del Comité Ejecutivo aducen que las actuales altas tasas de inflación son solo temporales, mientras que gobernadores de bancos centrales nacionales más ortodoxos (*hawkish*) expresan inquietudes acerca del posible carácter más permanente de la inflación. Debates similares existen también en el seno del Eurogrupo, centrándose en la reforma de las reglas para la coordinación de las políticas macroeconómicas. Allí la cuestión es si los tipos de interés se mantendrán lo suficientemente bajos para hacer sostenibles unos niveles de deuda pública más elevados, o si sería más prudente comenzar los esfuerzos de consolidación cuanto antes (Smith-Meyer, 2021).

Miembros destacados del Comité Ejecutivo del BCE aducen que las altas tasas de inflación son solo temporales, mientras que gobernadores de bancos centrales nacionales más ortodoxos expresan inquietudes acerca del posible carácter más permanente de la inflación. Debates similares existen también en el seno del Eurogrupo, centrándose en la reforma de las reglas para la coordinación de las políticas macroeconómicas.

De forma importante, los dos debates están conectados entre sí. Los responsables monetarios temen que la presión para mantener la sostenibilidad de la deuda pueda entorpecer la lucha contra tasas de inflación a largo plazo, mientras que sus homólogos fiscales temen que los esfuerzos para doblegar la inflación puedan derivar en austeridad fiscal. La cuestión no se dirime solo entre modelos macroeconómicos competidores, sino también en torno a la posibilidad de dominancia de la política fiscal sobre la monetaria o viceversa.

Recuperación y *mix* de políticas

Los *policymakers* europeos extrajeron importantes enseñanzas de la crisis económica y financiera global,

y aplicaron lo aprendido cuando la pandemia hizo acto de presencia. La recuperación resultante ha sido mucho más sólida de lo que la mayoría de ellos vaticinaba en un principio. Esto constituye un importante éxito. Pero ese aprendizaje en el ámbito de la política económica solo subraya la importancia de la coordinación en teoría. En la práctica, no elimina los numerosos retos que pueden impedir que la coordinación entre las políticas tenga lugar. Cuando los decisores discrepan sobre la senda probable de la economía, cuando cuestionan la asignación de sus instrumentos de política a objetivos de la economía real y cuando se preocupan de que la interacción entre las políticas conduzca a la dominancia de la política monetaria sobre la fiscal o a la inversa, los incentivos para la coordinación —no importa cuánto se desee, o cómo de buenas sean las intenciones— se ven reducidos.

Lamentablemente, la recuperación de las consecuencias económicas de la pandemia plantea un contexto de ese tipo, al igual que lo hacen los esfuerzos para responder al cambio demográfico, al calentamiento global y a la innovación digital. La conclusión no es que sea imposible una coordinación exitosa para estabilizar la recuperación y alisar el terreno a la transición. Más bien, es que tal coordinación no puede darse por sentada. Requerirá tanto de un cuidadoso análisis sobre lo que claramente es una situación económica sin precedentes y de un fuerte acuerdo político sobre lo que los responsables políticos europeos deberían hacer al respecto.

Referencias

CHEN, S., IGAN, D., PIERRI, N. y PRESBITERO, A. F. (2020). Tracking the Economic Impact of COVID-19 and Mitigation Policies in Europe and the United States. *IMF Working Paper WP/20/125*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

CIFUENTES-FAURA, J. (2021). Analysis of Containment Measures and Economic Policies Arising from COVID-19 in the European Union. *International Review of Applied Economics* 35(2), pp. 242-255.

COOPER, R. (1968). *The Economics of Interdependence*. New York: McGraw Hill.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A., LOKSHIN, M. y TORRE, I. (2021). Opening-Up Trajectories and Economic Recovery: Lessons after the First Wave of the COVID-19 Pandemic. *CESifo Economic Studies* 67(3), pp. 332-369.

EBERL, J. y WEBER, C. H. (2014). ECB Collateral Criteria: A Narrative Database 2001-2013. *IFO Working Papers No. 174*. Munich: IFO, February.

GENBERG, H. (2020). 'Digital Transformation: Some Implications for Financial and Macroeconomic stability. *ADB Working Paper Series*, No. 1139. Tokyo: Asian Development Bank Institute.

HOPKIN, J. (2015). 'The Troubled Southern Periphery.' In MATTHIAS MATTHIJS and MARK BLYTH, eds., *The Future of the Euro* (pp. 161-185). New York: Oxford University Press.

HOWARTH, D. y QUAGLIA, L. (2021). Failing Forward in Economic and Monetary Union: Explaining Weak Eurozone Financial Support Mechanisms. *Journal of European Public Policy*, 28(10), pp. 1555-1572.

JONES, E. (2009). Do Central Bankers Dream of Political Union? From Epistemic Community to Common Identity'. *Comparative European Politics*, 17(4), pp. 530-547.

JONES, E. (2021a). Hard to Follow: Small States and the Franco-German Relationship. *German Politics* (2021) online first: <https://doi.org/10.1080/09644008.2021.2002300>.

JONES, E. (2021b). Next Generation EU: Solidarity, Opportunity, and Confidence. *European Policy Analysis 2021:10epa*. Stockholm: Swedish Institute for European Policy Studies (SIEPS), June.

KYDLAND, F. (1969). Decentralized Stabilization Policies: Optimization and the Assignment Problem. *Annals of Economic and Social Measurement* 5(2), pp. 249-261.

MATTHIJS, MA. y BLYTH, M. (2018). When Is It Rational to Learn the Wrong Lessons? Technocratic Authority, Social Learning, and Euro Fragility. *Perspectives on Politics*, 16(1), pp. 110-126.

PISANI FERRY, J. (2021). Climate Policy is Macroeconomic Policy, and the Implications Will Be Significant. *Policy*

- Brief 21-20*. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- RHODES, M. (2021). "Failing Forward": A Critique in Light of Covid-19. *Journal of European Public Policy*, 28(10), pp. 1537-1554.
- SCHÄUBLE, W. (2010). Maligned Germany is Right to Cut Spending. *Financial Times* (23 June).
- SCHMIDT, V. (2020). *Europe's Crisis of Legitimacy: Governing by Rules and Ruling by Numbers in the Eurozone*. Oxford: Oxford University Press.
- SMITH-MEYER, BJARKE (2021). 'Hopes of EU Fiscal Reform on the Rocks after Pushback from Eight Capitals' *Politico* (9 September).
- TOOZE, ADAM (2018). *Crashed: How a Decade of Financial Crisis Changed the World*. New York: Penguin.

Banca y política monetaria en 2022

*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández**

El desacople monetario es ya una realidad en 2022. La Reserva Federal ha puesto fecha de finalización a su programa de compra de activos para finales de marzo y ha señalado previsibles subidas de tipos de interés durante el año. El Banco Central Europeo, sin embargo, mantiene apoyos de liquidez, al menos, hasta 2023 y no se prevén subidas de tipos durante 2022. Este desacople generará diferencias a los dos lados del Atlántico. Entre otros aspectos, afectará a la generación de márgenes de intereses bancarios, a la remuneración de la deuda, al atractivo de cada zona monetaria como destino de inversión y a los tipos de cambio. En paralelo, la banca española ha atravesado su enésima prueba de fuego tras la crisis financiera. Ha sido capaz de aumentar su capacidad de financiación y ha reforzado su solvencia. Sin embargo, el reto de la rentabilidad seguirá siendo muy exigente en 2022, en particular en la medida en que los tipos de interés continúen siendo ultrarreducidos o negativos. Por otro lado, conforme vayan retirándose los estímulos y apoyos públicos articulados durante la crisis de la COVID-19, las entidades financieras tendrán que hacer una gestión proactiva de su crédito ante el previsible aumento de las insolvencias empresariales.

Han sido varios los intentos de revertir el curso expansivo de la política monetaria desde la crisis financiera. Los bancos centrales se han encontrado, sin embargo, con varias fases de duda sobre el vigor de la recuperación económica que han acabado por dar al traste con las expectativas de "normalización". En todo caso, la evolución económica y el margen de maniobra monetario han sido distintos en la eurozona y en Estados Unidos. Mientras que en la zona del euro los tipos han permanecido en el 0 % y los intentos de reducir los ritmos de compra de deuda han sido fugaces y superados por las incertidumbres

macroeconómicas, en Estados Unidos ha habido varias oscilaciones en tipos de interés y también movimientos de retracción y expansión de compras de activos. Sin embargo, en ambos casos, la realidad ha acabado obligando al mantenimiento de la expansión cuantitativa (*QE*) y de tipos de interés oficiales nulos, muy reducidos o negativos. La pandemia fue la última perturbación que incitó a los bancos centrales a mantener su apoyo, probablemente en el momento en que estaban más preparados para cambiar su orientación, hacia finales de 2019. Llegados a 2022, sin embargo, sí que parece

* Universidad de Granada y Funcas.

que el fin de la QE está más cerca, si bien se aprecia un desacople, en la medida en que la Reserva Federal (Fed) anunció hacia mediados de diciembre una reducción importante del ritmo de compra de activos y, lo que es más importante, la posibilidad de varias subidas de tipos desde 2022. También a mediados de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) se pronunció sobre su estrategia monetaria. Sin embargo, lo hizo para ratificar el mantenimiento de una política netamente expansiva (al margen de ciertos ajustes técnicos), sin visos de subidas de tipos de interés antes de 2023.

Esta situación impone un desacople en las políticas monetarias a los dos lados del Atlántico. Sucede en un momento de cierta tensión inflacionaria. Parece que el crecimiento de precios no va a dar tregua por un tiempo y esto genera disensión entre los analistas y presión sobre los bancos centrales. La principal pregunta es si el crecimiento de precios será de corto plazo o si se sostendrá, afectando a las expectativas de medio y largo plazo. Aunque la inflación subyacente –que no recoge los precios más volátiles y ofrece mayor estabilidad– no es tan preocupante, hay que seguir muy de cerca una posible espiral entre salarios y precios. Teniendo en cuenta que buena parte de las expectativas de recuperación se han trasladado a 2022, la incertidumbre no ayuda demasiado.

De la evolución de la inflación, los tipos de interés y la liquidez están muy pendientes las entidades financieras. 2021 fue un año complicado en el que, sin embargo, los bancos españoles lograron mejorar su valor de mercado y recuperar la senda de los beneficios anterior a la pandemia. Han podido, además, mantener su ritmo de financiación al sector privado. En este sentido, al crecimiento del crédito a las empresas se ha unido el otorgado a las familias, no solo para consumo (que creció en noviembre ya al 2,3 %) sino también, progresivamente, para adquisición de vivienda (que lo hizo al 0,9 % en noviembre).

Sea como fuere, las entidades de depósito españolas afrontan un 2022 en el que la generación de márgenes y rentabilidad seguirá suponiendo un desafío importante en un entorno de tipos de interés

reducidos o negativos. Asimismo, la previsión de retirada de estímulos orientados a frenar los efectos de la pandemia –desde los ERTE hasta las moratorias de crédito– puede suponer un incremento de las insolvencias empresariales que acabará redundando sobre la morosidad crediticia.

En este artículo se analiza la situación de la política monetaria y su impacto sobre el sector bancario, así como las perspectivas de las entidades financieras españolas ante 2022. A continuación, se examina el desacople entre las políticas monetarias y los riesgos que conlleva. El apartado siguiente se centra en la rentabilidad y solvencia bancarias, mientras que posteriormente se analiza la consolidación del sector y el cambio de modelo de negocio hacia los servicios basados en plataformas. El artículo se cierra con unas breves conclusiones.

Política monetaria: tiempo de desacople

Tras haber realizado ya varios movimientos previos y anuncios anticipados sobre la retirada de estímulos, la Reserva Federal la aceleró de forma significativa el 15 de diciembre de 2021. En la última reunión del año del Comité Federal de Mercado Abierto, se adelantó a marzo de 2022 la retirada definitiva de las compras de activos, que anteriormente estaba prevista para junio de ese año. Aunque mantuvo el tipo de interés oficial en la horquilla del 0-0,25 %, la Fed también señaló la posibilidad de realizar hasta tres subidas en 2022, siendo la primera de ellas en el primer trimestre, probablemente tras la finalización del *tapering*. Esta aceleración, según se indicó, está “empujada por una coyuntura en la que se combinan una elevada inflación y una tasa de desempleo en mínimos.”

Estas decisiones monetarias de carácter restrictivo se produjeron a pesar de que las previsiones macroeconómicas se revisaron a la baja por el “factor sorpresa” que añadió la variante ómicron del coronavirus. Para 2022, contemplan un crecimiento del PIB del 4 % y una inflación del 2,6 %. La clave será si los precios pueden llegar a marcar una media tan reducida cuando han cerrado los últimos meses de

2021 por encima del 6 %. Según la Fed (2021), “los desequilibrios de la oferta y la demanda relacionados con la pandemia y la reapertura de la economía han seguido contribuyendo a los elevados niveles de inflación” y “el rumbo de la economía sigue dependiendo del curso del virus. Se espera que los avances en las vacunaciones y la reducción de las limitaciones de la oferta respalden los continuos avances en la actividad económica y el empleo, así como una reducción de la inflación.” Aun así, señalaba que “persisten los riesgos para las perspectivas económicas, incluidas nuevas variantes del virus.”

De forma efectiva, el Comité decidió reducir el ritmo mensual de sus compras de activos netos en 20.000 millones de dólares para valores del Tesoro y 10.000 millones de dólares para valores respaldados por hipotecas. Como suele suceder en las comparecencias en tiempos de incertidumbre, la Reserva Federal también señaló su disposición “a ajustar la orientación de la política monetaria según corresponda si surgen riesgos que puedan impedir el logro de las metas señaladas.”

Un día, después, el 16 de diciembre, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo mantuvo su última reunión de 2021. A pesar de la escalada de precios, el BCE (2021) señalaba que se mantenía “su objetivo de inflación a medio plazo que permite una reducción escalonada del ritmo de sus compras de activos durante los próximos trimestres”. Sin embargo, esa reducción se iba a referir, sobre todo, al programa articulado para la emergencia pandémica (PEPP, por sus siglas en inglés). De hecho, se indicaba que “la acomodación monetaria seguía siendo necesaria para que la inflación se estabilice en el objetivo del 2 % a medio plazo”. De forma efectiva, se anunciaba el fin de las compras netas de activos en el marco del PEPP a final de marzo de 2022. Eso sí, planteaba reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024.

Sin embargo, el BCE ratificaba, al mismo tiempo, la continuidad de su programa extraordinario de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Se planteó una compra de 40.000 millones de euros en el segundo trimestre y de 30.000 millones de

euros en el tercer trimestre de 2022 en el marco del APP. A partir de octubre de 2022, el Consejo de Gobierno mantendrá las compras netas de activos a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos de interés oficiales. Esta tendencia señala que, a largo plazo, podrían reducirse las compras de activos de forma más clara, pero, al menos, las garantiza durante 2022, incluidas las reinversiones de los principales mientras se considere preciso.

Respecto a los tipos de interés, el BCE mantiene los de las operaciones principales de financiación en el 0 %; el de la facilidad marginal de crédito en el 0,25 % y de la facilidad de depósito en el -0,50 %. Según la autoridad monetaria, a pesar de los precios al alza “el progreso observado en la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo”.

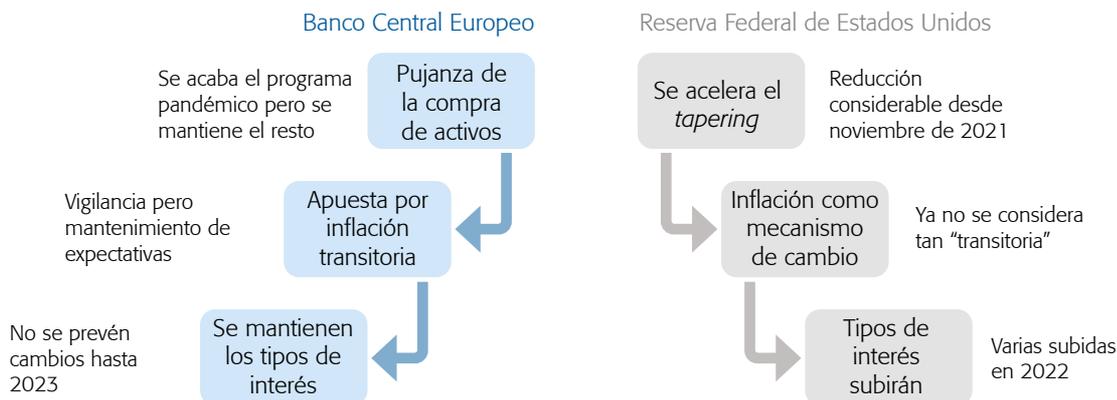
Finalmente, el BCE señaló que espera que las condiciones especiales aplicables a las TLTRO III terminen en junio de 2022 pero, como en ocasiones anteriores, ratificó su voluntad de vigilancia y continuidad del programa si fuera preciso.

A lo largo de 2022 pueden darse, al menos, tres subidas de tipos de la Reserva Federal mientras que el BCE no se espera que los mueva. En todo caso, la expectativa es que en 2023 la eurozona pueda ver finalmente ese esperado giro en la política monetaria tras casi quince años de expansión cuantitativa.

Como se muestra en el gráfico 1, aunque la tendencia de medio/largo plazo tanto en el BCE como en la Reserva Federal pueda parecer más restrictiva, este carácter más “halcón” de la política monetaria parece mucho más marcado a corto plazo en el caso norteamericano y va a delimitar un desacople significativo entre políticas monetarias. Para las entidades financieras puede suponer un mantenimiento de la presión a la baja de los márgenes de

Gráfico 1

El desacople de las políticas monetarias



Fuente: Elaboración propia.

intermediación de los bancos europeos frente a los estadounidenses.

En este sentido, durante 2022 pueden darse, al menos, tres subidas de tipos de la Reserva Federal mientras que el BCE no se espera que los mueva. En todo caso, la expectativa es que, en 2023, la eurozona pueda ver finalmente ese esperado giro en la política monetaria tras casi quince años de expansión cuantitativa. Como se muestra en el gráfico 2, a partir de las estimaciones sobre expectativas de tipos de interés a largo plazo (medidos sobre deuda del Estado a diez años), aunque el cambio en la eurozona se haga de rogar, se espera que pueda ser considerable en 2023 y alcanzar no solo a los tramos de deuda más a corto plazo sino también a los de largo. El gráfico 2 muestra la estimación sobre tipos del promedio de la deuda pública a diez años de los países integrantes de la eurozona, que podría llegar a subir hasta cerca del 0,2 % en ese año.

La banca tras la pandemia (I): rentabilidad y solvencia

Las entidades financieras españolas han tenido una participación muy activa en el mantenimiento de la financiación con la COVID-19. Aun así, se entendió muy pronto por parte de las propias

entidades financieras, los reguladores y los supervisores que era necesario establecer un equilibrio entre los riesgos asumidos en la actividad crediticia

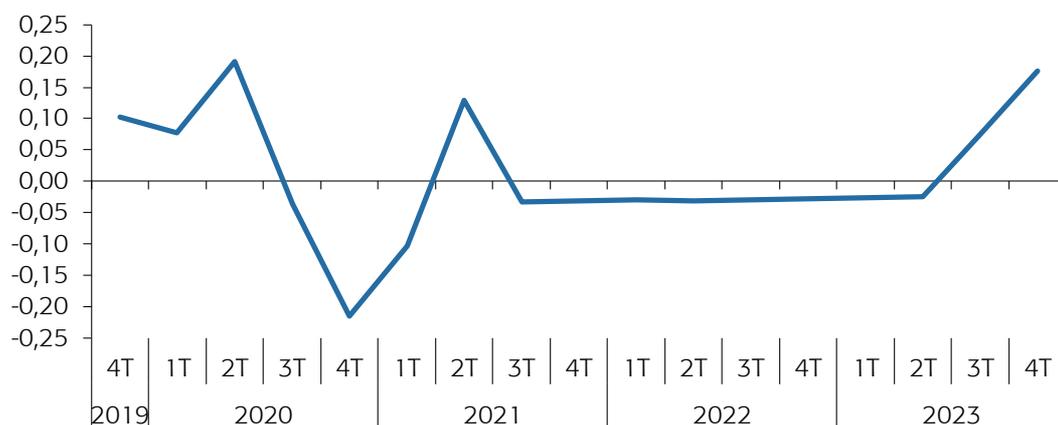
Cuando se retiren los estímulos y otras medidas de apoyo al sector empresarial y al empleo habrá que calibrar cuántas empresas han realizado la travesía de la crisis pandémica con solvencia y cuáles no podrán hacer frente a sus obligaciones crediticias. En todo caso, los supervisores han argumentado que las ventajas de las reformas acometidas a raíz de la crisis financiera han resultado cruciales durante la COVID-19.

y la necesidad de apoyar al tejido empresarial más afectado por las restricciones de movilidad y los confinamientos. De este modo, el programa de créditos a empresas con avales del Instituto de Crédito Oficial (ICO) ha tenido un papel muy importante durante toda la pandemia y, a noviembre de 2021, ya había otorgado una financiación de 121.922 millones de euros. Este esfuerzo se complementó, además, con una línea de avales para inversión directa aprobada en julio de 2021 y que preveía dotar hasta 40.000 millones de euros. Asimismo, otro aspecto esencial

Gráfico 2

Expectativas de tipos de interés en la eurozona a medio plazo

(Expectativas sobre tipos de deuda pública a diez años. Promedio de la eurozona, en porcentaje)



Fuente: OCDE y elaboración propia.

para que el “brazo” financiero ante la pandemia pudiera estar bien articulado son las moratorias para ese crédito, que se han desarrollado mediante un código de buenas prácticas que va a permitir que muchas entidades financieras aplacen pagos de estos créditos bajo criterios estrictos de facilitación de liquidez y prevención de riesgos.

Con datos del tercer trimestre, la financiación a empresas creció en septiembre de 2021 un 2,5 % en tasa interanual. Llevaba siendo del 2-3 % desde abril. Aunque los crecimientos registrados anteriormente fueron superiores (al amparo de los primeros tramos de las líneas del ICO), conviene recordar que en 2018 la tasa interanual media fue del -0,1 % y en 2019 del 1,9 %. Por otro lado, los préstamos a hogares también comenzaron a dar síntomas de recuperación con una variación interanual en septiembre del 0,8%, en la línea de las que venía registrándose desde mayo, poniendo fin a más de año y medio de tasas negativas durante las peores fases de la pandemia. El impulso no solo se observa en el segmento del consumo, que avanzó un 3,1 %, sino también en vivienda, que en julio, agosto y septiembre creció un 0,7 % interanual.

El impacto final de estas acciones en la solvencia es incierto, toda vez que cuando se retiren los

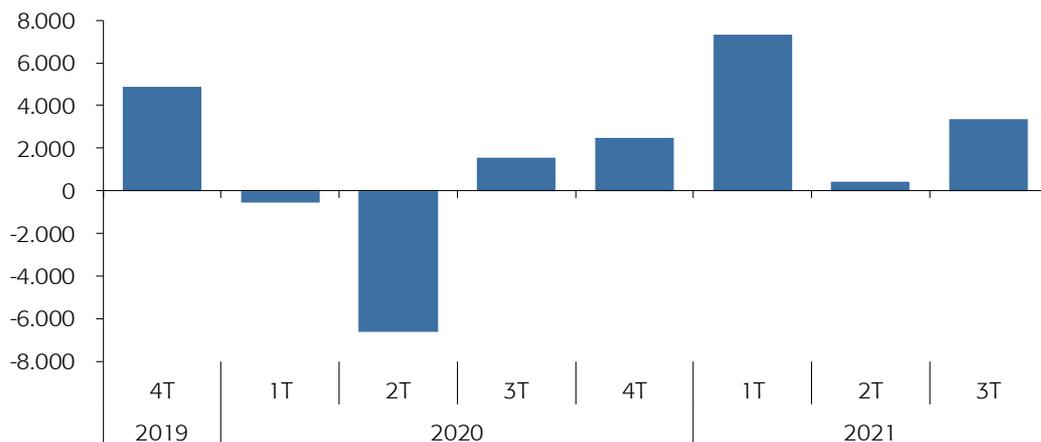
estímulos y otras medidas de apoyo al sector empresarial y al empleo (como los ERTE) habrá que calibrar cuántas empresas han realizado la travesía de la crisis pandémica con solvencia y cuáles no podrán hacer frente a sus obligaciones crediticias. En todo caso, los supervisores han argumentado que las ventajas de las reformas acometidas a raíz de la crisis financiera —y que tenían como fin abordar unos niveles insostenibles de apalancamiento en el sistema bancario, una cantidad insuficiente de capital de alta calidad, una excesiva transformación de plazos y la falta de un entramado macroprudencial— han resultado cruciales durante la COVID-19.

En cuanto a la rentabilidad, aunque en el segundo semestre de 2019 el BCE estaba planteándose cambiar el tono de la política monetaria, la pandemia obligó a las autoridades monetarias a mantener su carácter expansivo. Cuando los tipos de interés son consistentemente negativos, la baja rentabilidad se vuelve un problema estructural para el sector bancario. La pandemia impone un desafío aún mayor. En todo caso, la estrategia de los bancos españoles fue preventiva, aumentando de forma significativa sus provisiones para pérdidas ante la incidencia de la COVID-19, lo que supuso que, tal y como muestra el gráfico 3, su beneficio trimestral cayera en 6.611 millones de euros en el segundo

Gráfico 3

Beneficios trimestrales de la banca española durante la pandemia

(Beneficio contable. Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

trimestre de 2020. Sin embargo, durante 2021, los beneficios han seguido un comportamiento más positivo, aunque algo errático por la incidencia de los rebotes y los ajustes estructurales del sector, siendo el beneficio trimestral a septiembre de 2021 de 3.351 millones de euros.

Asimismo, es destacable que, desde final de octubre de 2020, la valoración bursátil de los bancos españoles ha registrado una notable recuperación. El *gap* entre los bancos del Ibex y el conjunto del selectivo se cerró gradualmente. La cotización de los bancos del Ibex al cierre de febrero de 2021 superó a la del Ibex-35. No obstante, los bancos no recuperaron sus niveles pre-COVID hasta el final de abril de 2021.

La banca tras la pandemia (II): consolidación y cambio de modelo

El sector bancario español ha atravesado una significativa reestructuración desde la crisis financiera. A comienzos de 2008 había 281 entidades bancarias (un 70,8 % de ellas españolas) mientras que al final de 2020 quedaban 191 (un 58,6 % de ellas españolas). Desde la crisis financiera, a la luz de las

mayores exigencias regulatorias en cuanto a capital bancario, algunas entidades tuvieron que recurrir a procesos de integración para sobrevivir. Este proceso de consolidación, en todo caso, se ha acabado convirtiendo en una exigencia de un mercado cada vez más digital que requiere de una elevada escala, pero no necesariamente de una infraestructura física muy amplia. En 2021, el proceso de reestructuración ha seguido avanzando en España, con algunas operaciones como las de fusión entre Caixabank y Bankia (marzo de 2021) o entre Unicaja y Liberbank (julio de 2021). Como resultado de dicho proceso, se ha producido un cambio de dimensión, tanto a nivel de la entidad bancaria como de la sucursal. En 2014, había 31.817 sucursales en España, una media de 230 por banco. Al final de 2020, este número había disminuido hasta las 22.299. En otras palabras, una de cada cuatro sucursales existentes en 2014 había desaparecido. Tan solo en el primer semestre de 2021 se cerraron 1.385 sucursales bancarias, la mayoría debido a fusiones. De forma paralela, en 2014, el sector tenía empleadas a 203.305 personas. En 2020, la cifra es de 175.185.

Es importante señalar que el perfil del empleado –en general, la búsqueda de talento– ha cambiado. La transformación digital está aumentando la demanda de profesionales altamente cualificados.

En el sector bancario español existe una creciente demanda de trabajadores con un perfil técnico –ingenieros informáticos, analistas de datos y matemáticos– capaces de desarrollar, entre otras, aplicaciones para gestionar sistemas de información, procesos de negocio y modelos de riesgo cuantitativos. Algunas previsiones globales vaticinan que entre un 15 % y un 20 % de los nuevos puestos que se creen tendrán que ver con la digitalización.

Las entidades financieras españolas han aumentado significativamente su inversión en tecnología y han atraído a nuevos clientes digitales, lo que a su vez las ha impulsado a invertir grandes sumas en tecnología. El crecimiento acumulado de las inversiones tecnológicas fue de un 71,78 % entre 2014 y 2020.

Los bancos españoles están realizando grandes esfuerzos para transformarse y adaptarse a un nuevo ecosistema digital en términos de oferta hacia un modelo de servicio en plataformas. La COVID-19 también ha impulsado el crecimiento de los clientes digitales. Comparando los datos de antes de la pandemia (final de 2019) con los del final de 2020, la proporción de clientes digitales (según información del INE) ha aumentado en 6 puntos porcentuales (del 60,5 % al 66,6 %). Esto significa que entre finales de 2019 y un año después, 2,7 millones de personas adicionales se han incorporado a la banca digital en España. No obstante, el proceso de digitalización financiera no ha sido homogéneo. Hay notables diferencias en el grado de adopción de la banca digital según características sociodemográficas. El mayor porcentaje de usuarios de banca digital se da entre las personas de entre 25 y 34 años. En esta franja de edad, casi ocho de cada diez usuarios de Internet han adoptado la banca *online*. La cifra es similar (75,5 %) en el grupo de entre 35 y 44 años. Estos dos grupos representan a la generación de los *millennials*, y aportan 9,48 millones de usuarios de banca digital, lo que representa el 43,3 % del número total de usuarios de banca digital en España.

En las dos últimas décadas, el sector bancario español ha realizado un considerable esfuerzo para digitalizarse. Las entidades financieras han aumentado significativamente su inversión en tecnología y han atraído a nuevos clientes digitales, lo que a su vez las ha impulsado a invertir grandes sumas en tecnología. De 2014 a 2020 la ratio de inversión en tecnologías de la información (TI) del sector bancario español se situó, de media, en torno al 4,97 %. El crecimiento acumulado de las inversiones tecnológicas fue de un 71,78 % entre 2014 y 2020 (último dato disponible).

Conclusiones

Ante los desafíos de 2022 y con una inflación en máximos de este siglo, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo han adoptado estrategias distintas. La autoridad monetaria norteamericana ha dejado pronto de considerar la elevada inflación como un fenómeno transitorio y se ha dispuesto a combatirla de forma frontal, poniendo fecha final a su programa de compra de activos a finales de marzo y señalando previsibles subidas de tipos de interés durante el año. En la eurozona, sin embargo, aunque parece que a medio/largo plazo el BCE podría reducir sus compras de activos, estos apoyos de

Ante los desafíos de 2022 y con una inflación en máximos de este siglo, la Fed y el BCE han adoptado estrategias distintas que abren una vía de desacople monetario que afectará de forma diferencial a múltiples aspectos de la actividad financiera, como la generación de márgenes de intereses bancarios, la remuneración de la deuda, el atractivo de cada zona monetaria como destino de inversión y los tipos de cambio.

liquidez parece que se mantendrán al menos hasta 2023 y no se prevén subidas de tipos durante 2022. Qué estrategia es la adecuada es difícil de determinar, pero se abre una vía de desacople monetario que afectará de forma diferencial a ambos lados del Atlántico a múltiples aspectos de la actividad

financiera. Entre otros, a la generación de márgenes de intereses bancarios, a la remuneración de la deuda, al atractivo de cada zona monetaria como destino de inversión y a los tipos de cambio.

Con la pandemia, la banca española ha atravesado su enésima prueba de fuego tras la crisis financiera. Ha sido capaz de aumentar su capacidad de financiación (entre otras cuestiones, con avales del ICO) y ha reforzado su solvencia. Sin embargo, el reto de la rentabilidad seguirá siendo muy exigente en 2022, en particular en la medida en que los tipos de interés continúen siendo ultrarreducidos o negativos. Asimismo, a medida que los estímulos y apoyos públicos articulados durante la crisis de la COVID-19 vayan retirándose, las entidades financieras tendrán que hacer una gestión proactiva de su crédito puesto que es previsible que aumenten las insolvencias empresariales.

Finalmente, la rentabilidad sigue apoyándose en buena medida en ganancias en eficiencia operativa.

Tras años de consolidación y ajustes estructurales en el sector, ahora parece que se da una nueva vuelta de tuerca en la transición hacia el modelo basado en plataformas, por lo que es previsible que continúen los ajustes en oficinas y empleados, al tiempo que se capta nuevo talento con capacidades digitales tanto comerciales como técnicas.

Referencias

BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE (2021). *Monetary policy decisions*, Press Release, 16 de diciembre. Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp211216~1b6d3a1fd8.en.html>

FEDERAL RESERVE, Fed (2021). Federal Reserve Press Release, 15 de diciembre. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20211215a1.pdf>

Impacto de las *TLTRO* y tipos negativos en los márgenes bancarios

Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez*

El margen de intermediación en la banca española y europea está experimentando una importante volatilidad en términos interanuales y de contribución a las cuentas de resultados. Un primer factor explicativo es el “efecto volumen”, asociado a la evolución del saldo vivo de crédito, que registró un fuerte incremento en 2020 de la mano de los avales, para ir desinflándose ya en el inicio de 2021. En dicho contexto de crédito ya estancado, o cayendo, la evolución del margen es altamente sensible a la posibilidad de incorporar un creciente componente negativo en los costes financieros. Una parte puede venir de la generalización de tipos negativos en una creciente proporción de depósitos, sobre todo de empresas y de grandes patrimonios. Pero sobre todo, la mayor sensibilidad para el margen reside en la apelación al BCE en las facilidades financieras asociadas a las *TLTRO*, y al cumplimiento de los *benchmarks* en cuanto a comportamiento del crédito elegible, del cual se deriva si el tipo de interés aplicable por el BCE es -1 % o -0,5 %. En este sentido, el objetivo del presente artículo es analizar el impacto potencial que el incumplimiento de dichos *benchmarks* tendría sobre el margen de intermediación en la banca española y europea.

Mejora en resultados por pérdidas por deterioro y resultados extraordinarios

Las cuentas de resultados del sector bancario español durante 2021 –con tres trimestres ya publicados– muestran en agregado una clara mejora frente al negativo año precedente. Esta mejora no es atribuible a la recuperación del margen de

intermediación, que ofrece una evolución un tanto volátil y predominantemente negativa, sino a los efectos positivos asociados a un menor nivel de provisiones y a una importante presencia de resultados extraordinarios.

En el caso de las pérdidas por deterioro de activo, el extraordinario esfuerzo de anticipación llevado a cabo en 2020, que provocó pérdidas en el agregado

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

consolidado del sistema bancario español, ha permitido afrontar el ejercicio 2021 con un nivel de provisiones sustancialmente inferior (en torno al 50 %) a las realizadas en 2020, pero manteniendo todavía un nivel de coste del riesgo que casi duplica al existente antes de la pandemia.

Los buenos resultados bancarios en 2021 se deben sobre todo a la menor necesidad de provisiones, así como a los efectos extraordinarios derivados de los procesos de integración. El margen de intereses, en cambio, se deteriora conforme desaparece el efecto volumen con que se iniciaba el año, al tiempo que presenta una elevada volatilidad.

Junto a ese efecto derivado del mejor nivel de provisiones, cabe destacar los importantes efectos extraordinarios derivados de los procesos de integración que han tenido lugar en 2021, dando lugar a movimientos relevantes en la cuenta de resultados agregada, entre los que destacan los ingresos extraordinarios aflorados en las integraciones de Bankia en Caixabank y de Liberbank en Unicaja.

La contrapartida a esos efectos positivos derivados a la puesta a valor razonable de las entidades integradas es el reconocimiento en las cuentas de resultados de importantes partidas de gastos extraordinarios asociados a los planes de reestructuración acometidos en ambos procesos de integración, impulsando significativamente al alza la evolución de los gastos de explotación del conjunto del sector.

Tanto el efecto "escalón a la baja" en las provisiones, como los asociados a las integraciones, tienen un carácter puntual (*one off*) sobre las cuentas de resultados, y explican de forma mayoritaria el importante incremento de rentabilidad registrado en el sistema bancario español hasta niveles que superan los existentes antes de la pandemia en términos de rentabilidad sobre recursos propios.

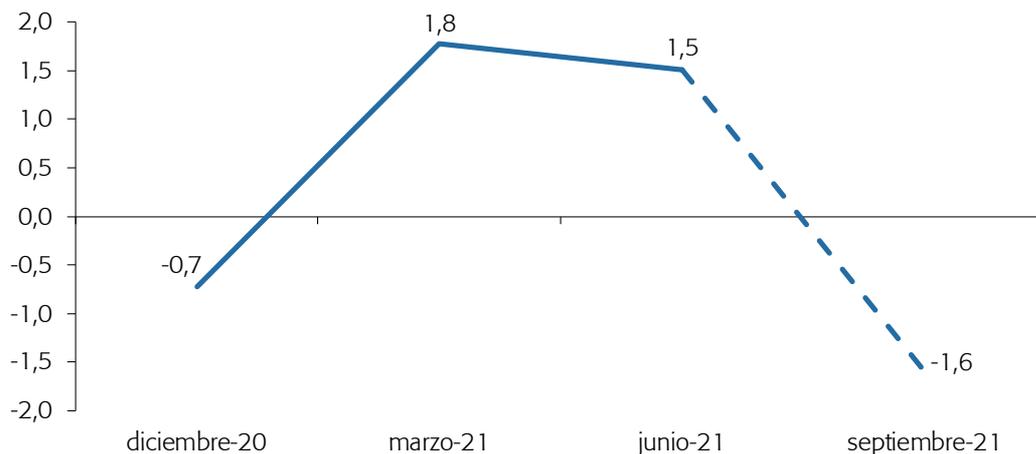
Margen presionado a la baja por ingresos financieros

Ese importante impacto positivo de los efectos *one off* no debe hacer olvidar el principal componente de la cuenta de resultados en términos

Gráfico 1

Variación interanual del margen de intereses del sector bancario español

(En porcentaje)



Nota: El dato correspondiente a septiembre de 2021 se ha estimado a partir de las presentaciones de resultados de la banca cotizada española.

Fuentes: Afi con datos del Banco de España y de las entidades financieras.

recurrentes, el margen de intermediación, cuya evolución en absoluto puede considerarse favorable, y que presenta una acusada volatilidad, con una variación interanual del 1,5 % al cierre del segundo trimestre, que se ha convertido en -1,6 % al término del tercero, manteniéndose con alta probabilidad dicha tendencia negativa al cierre del año (gráfico 1).

En la evolución adversa del margen pesa sobre todo la tendencia de caída que se mantiene en los ingresos financieros como consecuencia del denominado “efecto volumen”, el cual se explica principalmente por el comportamiento que está registrando el saldo vivo de crédito durante este ejercicio. Como se puede observar en el gráfico 2, el importante crecimiento del crédito en el año 2020, ligado principalmente al programa de avales, se fue diluyendo durante los primeros meses de 2021, permaneciendo prácticamente estable o incluso con ligeras caídas a partir del mes de abril.

A esta tendencia, se debe sumar el efecto negativo que genera en la rentabilidad del margen la recomposición de la cartera crediticia que tuvo lugar durante 2020, con el incremento del peso del crédito avalado y el importante crecimiento que ha experimentado el crédito hipotecario desde el cuarto

trimestre de 2020 y durante 2021, con un volumen de nuevas operaciones que se sitúa un 40 % por encima de los niveles concedidos el año anterior, en detrimento de otros segmentos más rentables.

Adicionalmente, cabe destacar otro elemento de presión a la baja de los ingresos financieros: la menor aportación de la cartera de renta fija a través de la generación de cupones, como consecuencia del importante volumen de ventas que realizó el sector para compensar, al menos parcialmente, el impacto negativo del ejercicio de anticipación de los deterioros en la parte baja de la cuenta de resultados.

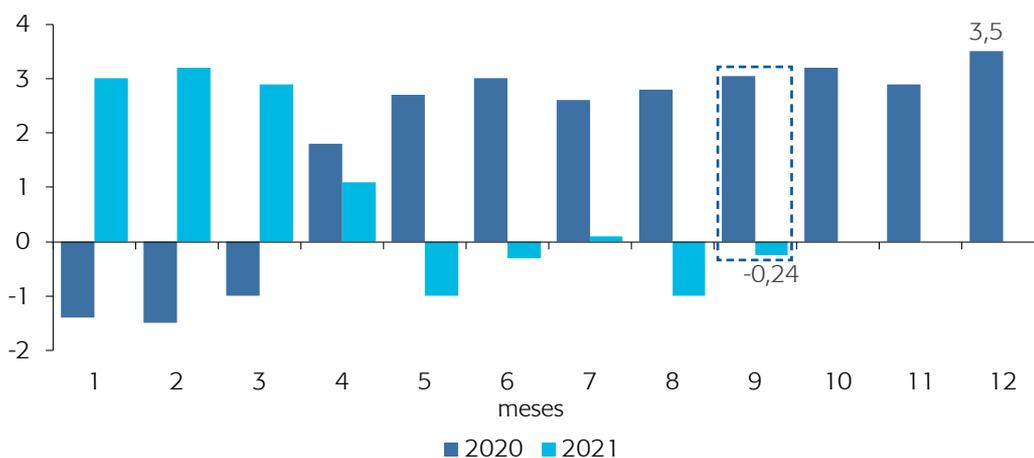
Traslado a costes financieros negativos

Ante un escenario semejante de fuerte presión a la baja en ingresos financieros, se hace patente la necesidad de encontrar recorrido adicional a la baja en costes financieros, adentrándose en el terreno de los tipos de interés negativos para una parte creciente de los recursos. Esa necesidad cobra mayor relevancia en un contexto de fuerte crecimiento de los depósitos de hogares, impulsado por la fuerte elevación de la

Gráfico 2

Variación interanual del saldo de crédito del sector bancario español, 2020-2021

(En porcentaje)

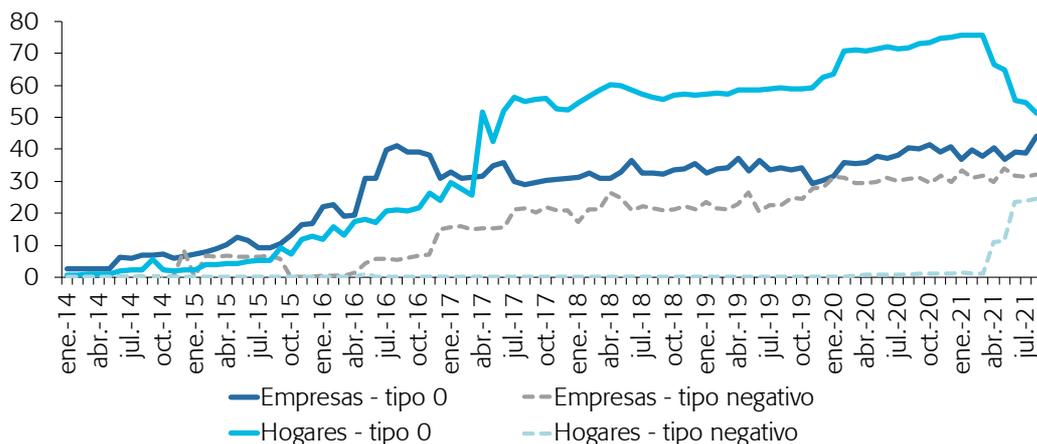


Fuente: Afi con datos del Banco de España.

Gráfico 3

Proporción de bancos europeos con tipo medio cero o negativo de remuneración de los depósitos

(En porcentaje)

Fuente: *Financial Stability Review* (Banco Central Europeo).

tasa de ahorro. Más de 100.000 millones de euros fue el crecimiento experimentado por los depósitos de clientes tras la irrupción de la pandemia, incrementando considerablemente la posición de liquidez del sistema bancario. Una evolución similar cabe observar en la mayoría de países europeos, en cuyos sistemas bancarios ha comenzado a cruzarse la "línea roja" de aplicar tipos negativos a una parte significativa de los depósitos de clientes.

Esta tendencia es precisamente la que resalta el Banco Central Europeo (BCE, 2021) en su reciente publicación *Financial Stability Report*, de la cual se extrae el gráfico 3, que es suficientemente ilustrativo del cambio de actitud que se ha producido en este año en cuanto a la aplicación de tipos negativos a los depósitos. En dicho gráfico, se presenta el porcentaje de bancos europeos que aplica tipos cero o negativos en los depósitos captados, tanto de empresas como de hogares. En el caso de las empresas, durante los últimos cinco años, ha crecido sistemáticamente el porcentaje de bancos que aplicaban tipos cero o negativos, alcanzando aproximadamente un 70 % la suma de ambos a mediados de 2021. En el caso de los hogares, si bien se ha generalizado en esos cinco años la aplicación de tipos cero, existía una mayor resistencia a "cruzar la línea roja" de tipos negativos. Sin embargo, dicha línea roja se

ha rebasado de forma abrupta en la primera mitad de 2021, en una buena parte (casi un 25 %) de los bancos que aplicaban tipos cero y que han pasado a aplicar tipos negativos.

En este sentido, cabe destacar que el cobro por los depósitos de los hogares no es una práctica que se haya generalizado, al menos hasta el momento, entre las entidades españolas, en las que el tipo medio de remuneración de los depósitos se mantiene en niveles bajos pero por encima de cero, en torno al 0,05 % de acuerdo con los últimos datos publicados. La alternativa a esos tipos negativos, que pueden generar un cierto rechazo entre la clientela más minorista, se ha focalizado en el cobro de comisiones por los servicios relacionados con la actividad de cobros y pagos, como la comisión de mantenimiento de la cuenta corriente o las asociadas a las tarjetas de crédito, poniendo el foco especialmente en aquellos clientes con un menor grado de vinculación y, por tanto, menos rentables para la entidad.

Junto a esos esfuerzos por trasladar los tipos negativos a los depósitos de la clientela, el sistema bancario español y europeo cuenta con un importante volumen de financiación con aportación positiva a las cuentas de resultados, es decir, financiación a tipos negativos, como es la obtenida a través de las

renovadas y mejoradas operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III).

El BCE destaca que en el primer semestre de 2021 una cuarta parte de los bancos europeos aplicaba tipos negativos a los depósitos de hogares. La alternativa a estos tipos negativos se ha focalizado en el cobro de comisiones por los servicios relacionados con la actividad de cobros y pagos, especialmente en aquellos clientes con menor grado de vinculación.

Recuérdese que, entre las medidas aplicadas para contrarrestar el impacto de la pandemia y garantizar el flujo de financiación a la economía real, el Banco Central Europeo (BCE) puso en marcha a partir de junio de 2020 una nueva ronda de financiación en el marco de las TLTRO III con condiciones especialmente ventajosas para las entidades que apelaran a la misma. En concreto, estas subastas de liquidez se diseñaron con unas condiciones que permiten a las entidades obtener una remuneración por dicha liquidez del 0,5 % (es decir, coste financiero de -0,5 %), que se podría ampliar hasta el 1 % en caso de cumplir el *benchmark* de comportamiento de la cartera crediticia de referencia.

Estas condiciones especialmente ventajosas han dado lugar a una fuerte apelación por parte del sector bancario europeo en el marco de estas nuevas operaciones TLTRO III, las cuales han supuesto una inyección de aproximadamente 2,1 billones de euros de liquidez en el conjunto europeo desde junio de 2020, generando un importante ahorro para las entidades en términos de costes de financiación.

La apelación por parte de las entidades españolas ha sido intensa, en un importe cercano a los 300.000 millones de euros, que sin duda han tenido su reflejo positivo en el margen durante los primeros trimestres del año, en los que el margen registraba crecimiento positivo (gráfico 1). Sin embargo, ese efecto positivo se ha visto diluido en el tercer trimestre del año, que registra variación interanual negativa

en el margen. A ello ha podido contribuir un efecto base en las TLTRO III que se reduce por el inicio de estas rondas en junio de 2020, explicando así la menor reducción de los costes financieros en el tercer trimestre de este año y el cambio de tendencia observado en el margen de intereses de la banca española.

Esta importante volatilidad que las TLTRO III generan en el margen de intereses de la banca podría intensificarse de cara al año 2022, dependiendo del cumplimiento del *benchmark* de referencia que permitiría a las entidades devengar un -1 % del montante total de financiación apelada, mientras que en el caso de incumplimiento, el devengo se limitaría al -0,5 %. En este sentido, el análisis realizado a partir de las principales cifras disponibles pone de manifiesto que la sensibilidad del margen de intereses a un escenario de cumplimiento frente a uno de incumplimiento resulta significativa, y potencialmente generadora de una volatilidad en el margen mayor que la observada en 2021.

La importante sensibilidad en el margen de intereses de la banca a los efectos de las TLTRO III puede verse incrementada en 2022, dependiendo del nivel de cumplimiento del benchmark de referencia en términos del tipo de interés aplicable en las rondas de financiación: -1 % en el caso de cumplimiento y -0,5 % en el caso de incumplimiento.

En el cuadro 1, se ilustra el efecto "escalón" que sobre el margen del sistema bancario europeo y español tendría el cumplimiento o incumplimiento del *benchmark* establecido para beneficiarse de la financiación al -1 % frente al -0,5 %. En concreto, con un nivel de apelación para el conjunto europeo de 2,1 billones de euros, la sensibilidad del margen de intereses al incumplimiento de las condiciones de las TLTRO III se situaría en torno al 4 % del margen, siendo especialmente sensible el sector bancario español, en el cual, de acuerdo con nuestras estimaciones, dicho porcentaje se ampliaría hasta un 6 % de impacto en el margen de intereses como

Cuadro 1

Estimación de impacto de las TLTRO III en el margen de intereses

(Miles de millones de euros)

	Europa	España*
Apelación TLTRO III	2.071	280
Remuneración TLTRO III		
Escenario incumplimiento <i>benchmark</i> (-0,5%)	10,4	1,4
Escenario cumplimiento <i>benchmark</i> (-1%)	20,7	2,8
Diferencia entre escenarios	10,4	1,4
Impacto en margen de intereses	4 %	6 %

Nota: En el caso de España, estimación realizada a partir de la información disponible.

Fuente: Afi y Banco Central Europeo.

diferencia entre el escenario de cumplimiento o no del *benchmark* establecido¹.

Por este motivo, resulta especialmente interesante analizar el grado de cumplimiento de esos *benchmarks* en los principales sectores bancarios europeos, poniendo el foco en el caso español, dada la elevada sensibilidad que muestra el margen.

Para plantear dicho análisis, cabe recordar que el escenario de cumplimiento requiere que la cartera de crédito elegible de las entidades, compuesta principalmente por el segmento de crédito a empresas y consumo, registre una evolución positiva entre octubre de 2020 y diciembre de 2021. Atendiendo a este requisito y con la información trimestral disponible hasta la fecha recogida en el gráfico 4, el cumplimiento a primer semestre de 2021 sería heterogéneo entre los principales sectores bancarios europeos. Mientras que en países como Alemania y Francia, la cartera de crédito presenta un mercado dinamismo de cara al cierre de 2021 y, por tanto, se situarían en un escenario de cumplimiento de las condiciones de financiación del BCE, dicha evolución no resulta tan favorable en países como Italia y España.

En el caso concreto del sector bancario español, el saldo total de crédito muestra una marcada

estabilidad en este ejercicio, pero como se puede observar en el gráfico 4, el segmento de empresas, que tiene una importancia clave dentro de la cartera de referencia, muestra una tendencia de caída con respecto al saldo vivo que se podía observar en el tercer trimestre de 2020, como dato aproximado a los volúmenes registrados en octubre, mes en el que empezaría a contar el cumplimiento de dicho *benchmark*. A pesar de que no se dispone aún de datos del segundo semestre de este año, que determinará finalmente el cumplimiento o no del *benchmark*, esta evolución en los primeros seis meses pone en duda el cumplimiento por parte del sector bancario español en su conjunto, dada la evolución negativa observada tanto en pymes como grandes empresas, así como en el segmento de consumo, que también formaría parte de la cartera de referencia.

Por todo ello, la marcada variabilidad que presenta el margen de intereses del sector bancario español, durante el pasado ejercicio podría intensificarse de cara a 2022, en la medida en que las entidades sean o no capaces de superar las condiciones establecidas en el marco de las TLTRO III para el devengo del -1 % sobre el total de financiación apelada. Todo ello, en un contexto en el que el margen de intereses sigue presionado a la baja por el lastre que supone en términos de costes financieros el elevado volumen de depósitos de hogares

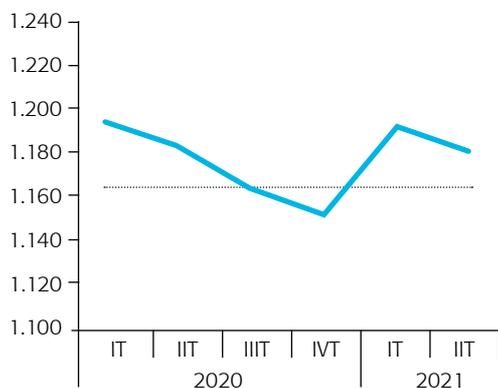
¹ Ejercicio de aproximación de impacto para una entidad media del sector. Se debe tener en cuenta que el análisis de cumplimiento del *benchmark* se realizará a nivel entidad, no a nivel agregado de los sectores bancarios.

Gráfico 4

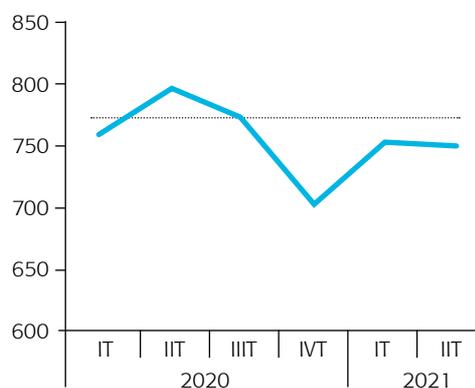
Evolución del crédito a empresas en los principales países de la eurozona

(Miles de millones de euros)

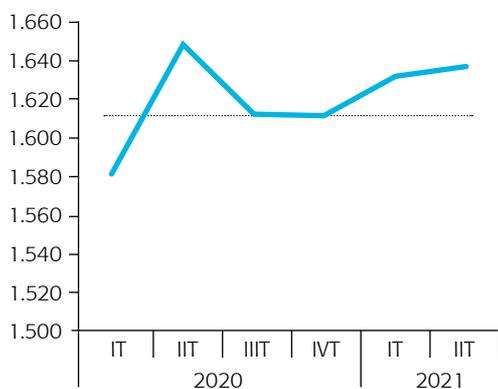
a - Alemania



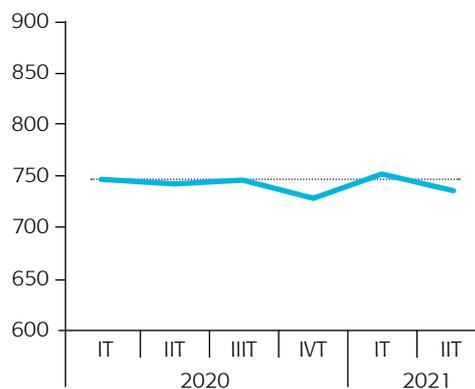
b - España



c - Francia



d - Italia



— Crédito empresas

..... Benchmark estimado

Fuente: Banco Central Europeo.

y empresas, mientras que la recuperación de los ingresos financieros depende en gran medida de un escenario de subida de tipos no esperado en el corto plazo, así como de una senda de crecimiento del crédito que sí esperamos que se reanude en 2022, favorecida por el contexto de recuperación económica y el efecto multiplicador asociado a la implementación de los fondos europeos.

Referencias

BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE (2021). *Financial Stability Review*, noviembre.

BANCO DE ESPAÑA (2021). *Informe de estabilidad financiera*, octubre.

Pandemia y comportamiento del seguro en España

Ignacio Blasco, Daniel Manzano y Aitor Milner*

La industria del seguro es parte integrante de la estructura financiera de un país. Además, dado que por su propia naturaleza está vinculada con la práctica totalidad de los sectores económicos, se ha visto impactada por la disrupción que ha supuesto la pandemia. A pesar de ello, y aun cuando se han puesto de manifiesto asimetrías por ramos de actividad y geografías, ha exhibido nuevamente una capacidad diferencial sobre otros sectores, singularmente sobre el bancario, para cabalgar sobre la crisis. De hecho, su rentabilidad y solvencia siguen gozando en la actual coyuntura de anclajes sólidos para mantener su velocidad de crucero prepandemia. Asimismo, los indicadores recientemente conocidos muestran una incidencia menor y un relanzamiento más rápido de lo que cabía esperar tras el *shock* inicial.

Además de un daño irreparable en vidas humanas, la pandemia ha provocado una discontinuidad en la actividad económica que se ha saldado hasta la fecha con fuertes descensos del PIB y del empleo. La economía global se ha enfrentado a un choque negativo inédito, que ha afectado con gran intensidad –mayor que la de la gran crisis financiera iniciada en 2008– tanto a la oferta como a la demanda agregada. Pero no es menos cierto que la naturaleza de la crisis pandémica y la propia respuesta a la misma de gobiernos e instituciones, en las antípodas de la que se dio entonces, augura, salvo sorpresas, un restablecimiento más rápido de las condiciones inerciales de crecimiento.

Con todo, la afectación ha sido muy distinta y asimétrica en unos u otros sectores económicos. La industria del seguro, que por su propia naturaleza se

vincula con todos ellos, lógicamente también se ha visto afectada, sufriendo los efectos de la crisis y de las transformaciones de todo tipo que de la misma se están derivando. En particular, sobre este sector se cernían amenazas provenientes de tres canales: los potenciales impactos adversos sobre los ingresos (primas), la siniestralidad y, finalmente, la valoración de las carteras de activos que soportan las provisiones para hacer frente a las contingencias de todo tipo que cubre el sector. Esto último se advirtió de manera súbita con el derrumbe, nada más declararse la pandemia, de los mercados (crédito y acciones). Sin embargo, con el paso del tiempo, las valoraciones se han recuperado, incluso de manera muy destacable en algunos casos, tras la inédita y contundente respuesta de los gobiernos e instituciones antes señalada.

* Afi–Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Dada la relevancia de este sector para la estabilidad económica y financiera, en el presente artículo¹ se realiza un balance de cómo se ha visto impactado, una vez que se dispone de datos internacionales globales y homogéneos del sector para 2020, y que ya han sido publicados avances sobre su actividad en España del primer semestre de 2021.

Impacto de la pandemia en la industria del seguro

El informe prospectivo que Swiss Re Institute (2020, 2021) publica anualmente permite apreciar la disrupción que ha supuesto la pandemia en el mundo del seguro (véase el gráfico 1). Aunque con oscilaciones, en los mercados avanzados las primas ingresadas por el negocio de no vida habían venido creciendo en las últimas tres décadas a un ritmo similar al del PIB. A diferencia de aquel, el negocio de vida lo hacía a tasas inferiores a la expansión de la economía desde la crisis financiera de 2008, frente a los múltiplos significativamente superiores a la unidad antes de dicha fecha.

Por su parte, con un comportamiento muy diferente, los mercados emergentes, venían creciendo a tasas muy superiores a las del PIB, tanto el negocio de vida como el de no vida, dada la baja penetración (primas/PIB) y densidad (primas per cápita) de partida del seguro en estos países, y la bien conocida elasticidad-renta superior a la unidad que define, en general, su contratación. En consecuencia, se venía produciendo una continuada y rápida reducción del *gap* asegurador existente frente a los mercados avanzados –aún muy elevado, de todos modos– liderado por China, cuyo mercado representa la mitad del conjunto de los emergentes y que en tamaño se sitúa ya en segundo lugar en el mundo, solo por debajo del estadounidense.

Como consecuencia del comportamiento descrito, en los países avanzados el crecimiento real –descontada la inflación– del negocio de no vida venía situándose en torno al 2 % en los últimos

años, en tanto que el de vida se limitaba a crecimientos algo inferiores al 1 %. En contraposición, en los países emergentes su expansión venía alcanzando referencias de crecimiento muy superiores, del 6 %-8 % en ambos casos. El conjunto mundial, dado el bajo peso relativo todavía de los emergentes en el mercado de seguros por volumen total de primas (menos del 20 %, aun cuando su contribución al PIB mundial se acerca al 40 %), registraba una expansión global que estos últimos años se ha situado en una tasa de crecimiento cercana al 3 %.

En 2020, el descenso de primas en términos reales a nivel global fue de un 4,5 % en el ramo de vida, frente a un crecimiento medio anual del 1,7 % en los diez años anteriores. Por el contrario, el ramo de no vida siguió definiendo un crecimiento reseñable del 1,5 %, si bien inferior al 3,5 % medio de la década previa.

Esta velocidad de crucero en la que se asentaba el crecimiento del mercado de seguros en el mundo previo a la COVID-19, se frenó bruscamente, como consecuencia de los efectos directos e indirectos de la pandemia, exhibiendo al tiempo un impacto diferencial entre ramos de actividad y geografías (cuadro 1):

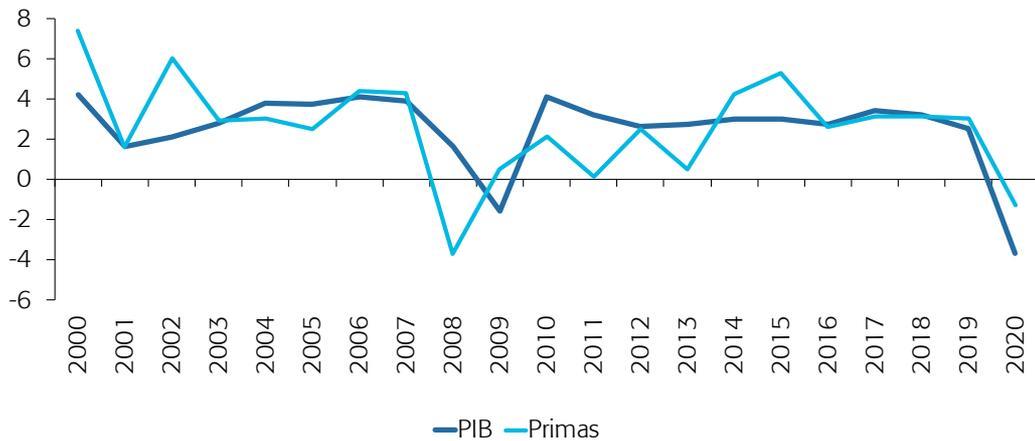
- El sector registró en 2020 una caída en términos reales del volumen de primas del 1,3 % frente a ese crecimiento inercial cercano al 3 %. Claramente supone un deterioro brusco de sus ingresos, aunque muy inferior al cambio observado en la actividad económica mundial.
- Esa caída del volumen de primas en términos reales no ha sido homogénea por ramos. En 2020 el descenso de ingresos en el ramo de vida llega a ser de casi el 4,5 % (frente a un crecimiento medio anual del 1,7 % en los diez años anteriores), lo que evidencia una mayor sensibilidad al episodio de pandemia.

¹ Integra el análisis realizado en distintas notas de seguimiento del sector realizadas por Afi.

Gráfico 1

Tasas de crecimiento del PIB mundial y de las primas de seguros

(En porcentaje)



Fuente: Afi, a partir de datos del Swiss Re Institute.

Este comportamiento ha estado alimentado por fenómenos colaterales, más allá del mero impacto del desplome de la actividad económica. Piénsese en el aumento de la propensión al “ahorro precautorio”, frente al “ahorro previsión” más propio del mundo del seguro, tanto más en un contexto de bajos tipos que se prolongará ahora mucho más en el tiempo. Téngase en cuenta además que el grueso de los ingresos del ramo de vida (cerca del 80 %) se genera en los países desarrollados.

- Por el contrario, el ramo de no vida, pese a la abrupta caída del PIB, siguió definiendo un crecimiento reseñable del 1,5 % (si bien inferior del 3,5 % medio de la década previa). En otras palabras, la sensibilidad mostrada por los seguros de este ramo ha sido muy inferior a la del negocio de vida. También inferior a la de su propia sensibilidad histórica, aun cuando una medición apropiada requeriría considerar también las primas de 2021, dado su habitual desfase histórico. Todo parece indicar, sin embargo, que el despliegue de los procesos de vacunación y los enormes estímulos articulados por los gobiernos facilitando la salida de la actual crisis con inusual rapidez, propiciará que se sortee en apenas unos trimestres

más la desaceleración –que no caída– que ha tenido lugar durante la pandemia.

- Desde un contexto geográfico, el comportamiento también ha sido muy dispar por grandes áreas. Así, el descenso total antes mencionado del 1,4 % en términos reales del mercado de seguros en el mundo realmente se ha concentrado en los países avanzados (-1,8 % frente al 1,8 % medio de los diez años anteriores), dado que los países emergentes (con China a la cabeza, que representa la mitad del mercado de este grupo) solo desaceleraron, aunque de manera intensa, su crecimiento (0,8 % frente al 7,3 % medio de los diez años previos).
- El contraste con la gran crisis financiera iniciada en 2008 evidencia también, como hemos anticipado, diferencias muy significativas. La más reseñable, el menor impacto relativo sobre los seguros que se ha producido en la actual crisis teniendo en cuenta la variación del PIB. La caída y posterior recuperación del PIB es mucho más abrupta en esta ocasión. Como entonces, sin embargo, el negocio de vida mostraría una mayor sensibilidad que el de no vida. El previsible carácter “transitorio”

Cuadro 1

Crecimiento interanual de las primas en términos reales

(En porcentaje)

	<i>Media 2010-2019</i>	<i>2020</i>	<i>Diferencia</i>
Países avanzados			
Total	1,8	-1,8	-3,6
No vida	2,8	1,5	-1,3
Vida	0,8	-5,7	-6,5
Países emergentes			
Total	7,3	0,8	-6,5
No vida	8,3	1,4	-6,9
Vida	6,4	0,3	-6,1
Mundo			
Total	2,6	-1,3	-3,9
No vida	3,5	1,5	-2,0
Vida	1,7	-4,4	-6,1

Fuente: Afi, con datos de Swiss Re Institute.

de la crisis actual permitiría explicar una parte sustancial de este comportamiento diferencial.

El impacto relativamente “limitado” en términos de demanda en el global de seguros, en la que se advierten además señales de recuperación más robusta que en la anterior crisis financiera, se ha visto acompañado de un razonable buen comportamiento de los márgenes y de la rentabilidad, al compensar la caída de la siniestralidad en algunos ramos (automóviles, por ejemplo), como consecuencia de las restricciones de la movilidad, el aumento de la de los más expuestos a los efectos adversos de las caídas de la actividad.

Por otra parte, como bien señala el informe del Swiss Re Institute, este periodo de pandemia ha propiciado la emergencia y significación de dos factores que a la larga van a estimular el desarrollo del mercado de seguros. De un lado, una mayor aversión a los riesgos que, con alta probabilidad, aumentará la propensión aseguradora de la sociedad, incluso en países donde la penetración ya era elevada. El caso más paradigmático pueden ser los seguros de salud,

pero piénsese también en los seguros de protección frente a la disrupción de las cadenas de valor globales o la protección contra los denominados ciberriesgos.

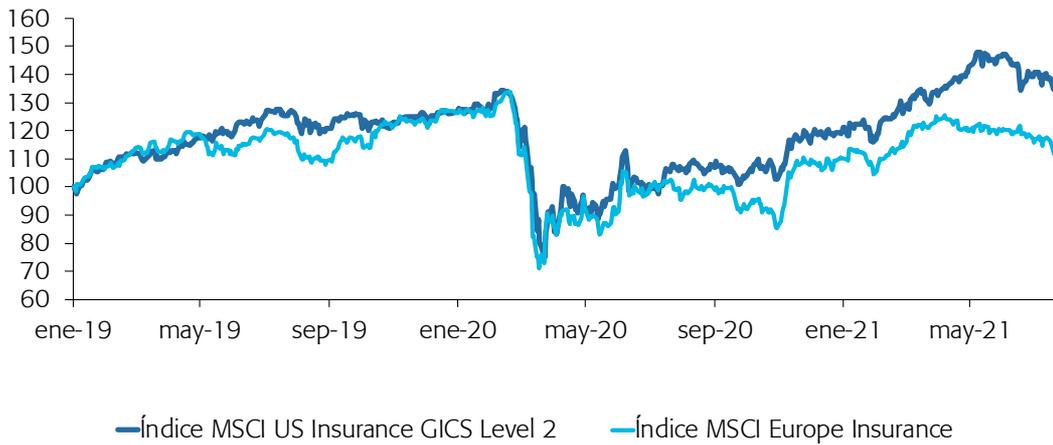
Finalmente, y en otro orden de cosas, el arsenal desplegado por gobiernos y bancos centrales ha conseguido también estabilizar los mercados, cuyo comportamiento, en un primer momento, amenazó por impactar seriamente en el valor de las carteras con el que las compañías aseguradoras respaldan sus compromisos y, en consecuencia, dañar la solvencia del sector. Aun cuando evidentemente los riesgos no han desaparecido, a fecha de hoy las carteras no solo han recuperado globalmente su valoración prepandemia, sino que en algunos casos incluso la han mejorado. Los *spreads* crediticios se sitúan en aguas tranquilas y las bolsas han absorbido en general el *shock* inicial.

Considerando todo el marco descrito, año y medio después del inicio de la pandemia, la propia evolución de la valoración del sector asegurador que hacen los mercados bursátiles revelaba esa recomposición de expectativas favorables del mismo.

Gráfico 2

Evolución de los índices bursátiles del sector seguros

(Base 100 en enero de 2019)



Fuente: Afi a partir de datos de Bloomberg.

Como puede advertirse en el gráfico 2, los principales índices internacionales relativos al sector definen niveles muy cercanos al existente en prepanemia (caso europeo), o incluso claramente ya superiores (caso americano).

El sector en España replica la dinámica mundial

En el caso español, aunque con las lógicas asimetrías por ramos, el comportamiento también está siendo comparativamente bueno si analizamos los parámetros básicos de 2020 y los complementamos con los últimos disponibles de 2021. Como puede advertirse en el cuadro 2, los datos de actividad del sector, medida por el volumen de primas devengadas del seguro directo reflejan globalmente una notable caída en 2020 (-8,30 %). Pero dicho esto, conviene destacar asimismo que esa caída viene determinada por un excepcional desplome (-20,78 %) de los seguros de vida.

La contracción no es novedosa en este ramo, por cuanto se producía por cuarto año consecutivo, en un contexto en el que los extraordinariamente bajos niveles de tipos de interés, y más aún su

persistencia esperada en el tiempo, venían lastrando su comercialización. Lógicamente este lastre se acrecentó fuertemente en 2020 por los efectos de la pandemia: reducción de la capacidad de comercialización de las compañías, intensificación por los bancos centrales del escenario de tipos cero, y mayor propensión de las familias, en un contexto de alta incertidumbre como en el de la pandemia, hacia el ahorro de efectivo (depósitos) que hacia el ahorro-previsión más tradicional propio de los productos de seguro.

Frente a la intensa caída del volumen de primas en el ramo de vida, el saldo de los productos de no vida registró por el contrario un crecimiento positivo (+1,07 %) que contrasta con la disrupción que definió la economía española con un desplome del PIB del -10,8 %. La actividad en el negocio de no vida siguió liderada por los ramos de salud y multirriesgo, que aun en circunstancias de recesión económica siguieron mostrando sólidos crecimientos (+5,0 % y +3,08 % respectivamente). Las tipologías de seguros con un componente más cíclico, automóvil y resto de ramos, registraron sin embargo sendas tasas negativas (-1,95 % y -0,72 %).

La combinación de estos comportamientos, tanto más cuanto que el nuevo negocio de vida

Cuadro 2

Volumen estimado de primas del sector seguros en España

(En millones de euros)

	2019	2020	Variación (%)	A junio de 2020	A junio de 2021	Variación (%)
Seguros totales directos	64.175	58.850	-8,30	29.918	31.558	5,48
No-vida	36.652	37.046	1,07	19.041	19.680	3,36
Automóvil	11.312	11.091	-1,95	5.671	5.667	-0,07
Salud	8.936	9.383	5,00	4.694	4.919	4,79
Multirriesgo	7.521	7.753	3,08	3.984	4.226	6,07
Otros no-vida	8.883	8.819	-0,72	4.692	4.868	3,75
Vida	27.523	21.804	-20,78	10.877	11.878	9,20
Riesgo	4.865	4.829	-0,74	2.734	2.875	5,16
Ahorro	22.658	16.975	-25,08	8.144	9.007	10,60
Provisiones técnicas-vida	194.786	193.826	-0,49	188.575	194.741	3,27

Fuente: ICEA.

ha decrecido en estos últimos años, ha propiciado la preponderancia de la actividad de no vida. Esta representa ya más del 60 % de las primas anuales, cuando en 2016 prácticamente se repartía el nuevo negocio por mitades.

En el primer semestre de 2021, aunque el contraste está parcialmente distorsionado por los efectos del confinamiento del segundo trimestre de 2020, se advierte una notable recuperación del negocio de vida (+9,20 %), tanto en su componente de vida-riesgo como de vida-ahorro, cuya intensidad constituye una sorpresa positiva. No obstante, parece prudente esperar a los datos del segundo semestre para tener confirmación de la estabilidad de esta tendencia de recuperación con un contraste más homogéneo. Desde luego, las condiciones económicas y financieras imperantes no favorecen una recuperación significativa del negocio de vida-ahorro, aunque dentro de este el más orientado a la inversión con riesgo tomador (*unit linked*) y, por

otra parte, los seguros de vida-riesgo, definen unas expectativas favorables.

En no vida (+3,36 %) se mantiene e incluso se amplifica la robustez del crecimiento en los ramos de salud y multirriesgo (+4,79 % y +6,07 %), se desacelera la caída de automóvil (-0,07 %), que prácticamente replica las cifras del primer semestre de 2020, y despega el resto (+3,75 %). En otras palabras, están cerca de recuperarse las tasas de crecimiento prepandemia sin haberse acusado, en general, el impacto negativo retardado que provoca habitualmente en la actividad aseguradora un *shock* económico. En definitiva, globalmente, en el negocio de no vida la actividad no ha dejado de crecer, ni siquiera en el periodo más duro de la pandemia (2020). Y con alta probabilidad, en 2022 las cifras podrían convalidar niveles de actividad compatibles con la senda tendencial que cabía esperar para ese año en las fechas previas a la pandemia². De hecho, en el caso de salud y multirriesgo, las primas del

² Ciertamente es que las mayores tasas de inflación que impactan también en las primas de seguro (no en todos los casos) van a contribuir asimismo en alguna medida.

Cuadro 3

Resultados del sector seguros en 2020

(En millones de euros)

	Resultado del negocio retenido		Variación (%)
	A diciembre de 2019	A diciembre de 2020	
Cuenta técnica			
Vida	2.397	2.125	-11,4
Automóvil	898	1.507	67,8
Multirriesgo	534	472	-11,8
Salud	631	944	49,5
Otros no-vida	1.403	1.245	-11,3
No-vida	3.466	4.166	20,2
Total vida y no vida	5.863	6.291	7,3
Cuenta no-técnica	4.970	5.797	16,6

Fuente: Afi, con datos de ICEA. Datos elevados al 100 %.

primer semestre de 2021 se sitúan prácticamente un 10 % por encima de las del primer semestre de 2019³. En este sentido, parece razonable pensar que en no demasiado tiempo sea salud quien pase a liderar el negocio de no vida, desplazando a automóvil de la primera posición que ha ostentado históricamente.

Al buen comportamiento relativo de la comercialización de no vida en 2020⁴ se han sumado unas excepcionalmente bajas tasas de siniestralidad de los dos principales subramos, automóvil y salud, como consecuencia de los efectos del confinamiento y de las limitaciones a la movilidad. Ello ha impactado de manera extraordinaria en la mejora de los márgenes y de la rentabilidad de las cuentas de las compañías que operaban en dicho ámbito. La siniestralidad sobre primas se redujo en torno a los 10 puntos porcentuales y casi 4 en automóvil y salud, respectivamente. Esto determinó un excepcional aumento de los resultados de la cuenta técnica en ambos casos y propició también el mejor resultado de la cuenta

técnica del conjunto de no vida de la última década, tanto en términos absolutos como relativos, sobre el volumen de primas (hasta el 12,14 % desde niveles medios del 10 % en la última década). Ello, a pesar del frenazo económico y el aumento de la siniestralidad en casos como responsabilidad civil, decesos o multirriesgo.

Tan excepcional comportamiento del negocio de no vida compensó, por otra parte, la adversa evolución del de vida que, como puede advertirse en el cuadro 3, cedió en 2020 más de un 10 % en los resultados de su cuenta técnica. Tanto es así que globalmente los resultados totales de las aseguradoras españolas en el año de pandemia crecieron un 16,6 %, siendo los más altos de los últimos años. De hecho, han definido un ROE que supera el 12 %, dos puntos más que en 2019, el año prepandemia, y el más elevado desde el 2014.

En el primer semestre de 2021 se revirtieron ya las extraordinariamente bajas tasas de siniestralidad

³ Este incremento es debido en parte a (i) efectos colaterales de la pandemia en favor de una mayor cobertura sanitaria (salud) y (ii) también, como efecto derivado del confinamiento, incremento en la protección de los hogares (por la parte de multirriesgo).

⁴ Impulsado por la solidez de salud y multirriesgo, dado que como se ha señalado las primas de auto y resto de no vida cayeron

Cuadro 4

Resultados del sector seguros en el primer semestre de 2021

(En millones de euros)

	Resultado del negocio retenido		Variación (%)
	A junio de 2020	A junio de 2021	
Cuenta técnica			
Vida	1.129	1.293	14,5
Automóvil	829	615	-25,8
Multirriesgo	242	70	-71,1
Salud	360	260	-27,8
Otros no-vida	467	715	53,1
No-vida	1.898	1.660	-12,5
Total vida y no vida	3.027	2.953	-2,4
Cuenta no-técnica	2.385	2.435	2,1

Fuente: Afi, con datos de ICEA. Datos elevados al 100 %.

en automóvil y salud que tuvieron lugar en el contexto de fuertes restricciones del año anterior. No obstante, la de automóvil se mantiene aún en niveles históricamente bajos (67,31 % frente a niveles medios del 75 % en los años previos a la pandemia). Además, la siniestralidad de multirriesgo alcanza máximos de la década (72,32 %) como consecuencia fundamentalmente de los estragos del temporal Filomena⁵. En consecuencia, en el primer semestre de 2021 los resultados de la cuenta técnica de no vida se deterioran globalmente un 12,5 %, bien es cierto que respecto a los excepcionalmente buenos del mismo periodo del año anterior (cuadro 4).

En vida, la mejora del comportamiento antes mencionado en la primera parte del año, unida a la favorable evolución de los mercados, ha propiciado una mejora de los resultados de este ramo. Ello ha compensado en la práctica, tanto en términos de cuenta técnica como no técnica, el deterioro señalado de los resultados del negocio de no vida en este periodo, de modo que el sector en España cierra este periodo con unos beneficios finales similares

a los del primer semestre de 2020. No será fácil, sin embargo, que a final de 2021 puedan igualarse los resultados y la rentabilidad del conjunto del sector del pasado año, si bien, en términos generales, seguirá siendo un ejercicio, cuanto menos, notable.

En el primer semestre de 2021 los resultados de la cuenta técnica de no vida se deterioraron en España un 12,5 %, bien es cierto que respecto a los excepcionalmente buenos del mismo periodo del año anterior.

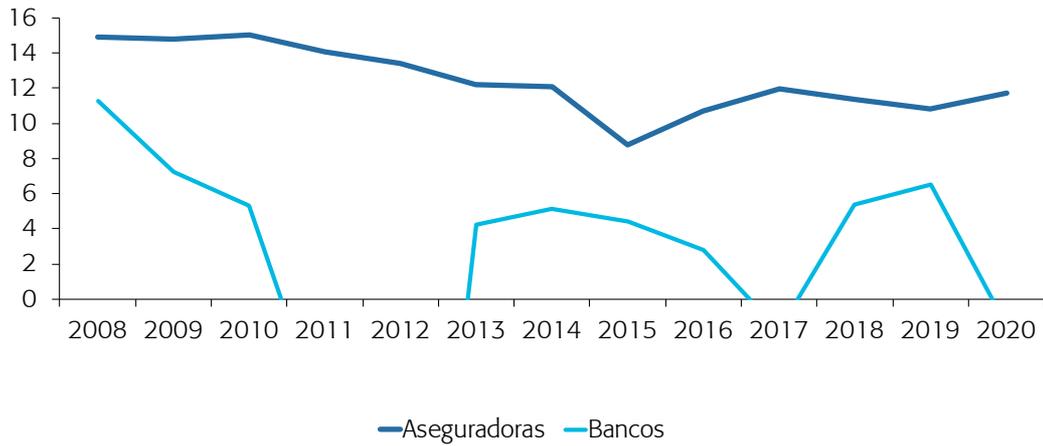
Llama la atención, una vez más, el contraste de los resultados y la rentabilidad del sector seguros en España con los de la banca (véase Manzano, 2017). Frente al comportamiento del negocio asegurador, el bancario anticipó en 2020 el grave daño esperado de su cartera crediticia, siendo el cuarto año, después de la gran crisis financiera, en el que la banca española registró de nuevo pérdidas tras

⁵ Llama la atención, sin embargo, la significativa caída de la siniestralidad en "Resto de no vida", probablemente muy determinada por la mucho menor tasa que la prevista inicialmente en la actividad de seguros de crédito por el positivo impacto inicial de las medidas de apoyo instrumentadas por el Gobierno con motivo de la pandemia (avales, créditos ICO, etc.).

Gráfico 3

Evolución del ROE de la banca y las aseguradoras en España

(En porcentaje)



Fuente: Afi.

la "limpieza" de sus balances en 2011-2012 y la caída y absorción del Banco Popular en 2017. Esa anticipación está facilitando una recuperación significativa de sus márgenes en el presente ejercicio, pero se mantendrá claramente la distancia de rentabilidad histórica en términos de ROE de los dos negocios según puede apreciarse en el gráfico 3.

En definitiva, el sector en España está sorteando con relativa facilidad los impactos de un *shock* tan intenso y singular como la pandemia, y todos los indicios apuntan a que la recuperación del volumen de negocio de no vida, aunque con diferencias notables entre las distintas actividades, se está produciendo a una velocidad superior a la esperada inicialmente. La evolución de los márgenes va a estar determinada en este contexto por el comportamiento de la siniestralidad, que presumiblemente tenderá a su normalización. Siempre, eso sí, que se cuente con la prolongación en el tiempo de la estabilidad de los mercados financieros, que a corto plazo no parece amenazada dentro del marco definido por los bancos centrales. Ese marco, que incluye la asunción del escenario de tipos de referencia en el horizonte de uno/dos años y, por consiguiente, de persistencia de tipos reales negativos, no es sin embargo el mejor caldo de cultivo para el despegue del ahorro previsión en formato de seguro

tradicional. Ello seguirá limitando la expansión del negocio de vida, que mantendrá la apuesta por los formatos de riesgo tomador tan poco desarrollados todavía en el mercado español.

Referencias

- DGSFP (2021). *Seguros y Fondos de Pensiones 2020*. <http://www.dgsfp.mineco.es/es/Publicaciones/DocumentosPublicaciones/Informe%20del%20Sector%202020.pdf>
- ICEA (2021). *Datos sectoriales del sector seguros*. <https://www.icea.es/es-es/informacion-seguro/almacendatos/primas-crecimientos>.
- MANZANO, D. (2017). Los seguros y los bancos españoles en contraste. *Cuadernos de Información Económica*, 259, pp. 67-72. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/259art08.pdf
- SWISS RE INSTITUTE (2020). *World insurance: riding out the 2020 pandemic storm*. *Sigma* 4/2020. <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2020-04.html>
- SWISS RE INSTITUTE (2021). *World insurance: the recovery gains pace*. *Sigma* 3/2021. <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2021-03.html>

Empresas *zombis*: análisis de las vulnerabilidades del sector empresarial en el contexto pos-COVID-19

Fernando Rojas*, Francisco del Olmo** y Diego Aires***

Las medidas de política económica adoptadas para contrarrestar los efectos derivados de la pandemia han ayudado a mantener el flujo financiero hacia la economía real, principalmente en forma de crédito, permitiendo contener el desempleo y la destrucción de un porcentaje significativo del tejido empresarial más damnificado por la crisis de la COVID-19. Sin embargo, un riesgo derivado de esta situación es que un número importante de empresas se han servido de estas medidas para sobrevivir bajo una situación de vulnerabilidad, gracias a la laxitud de las condiciones financieras, pero con un modelo de negocio que en realidad no es viable desde una perspectiva económica. La supervivencia o fracaso de estas empresas, conocidas comúnmente como *zombis*, tiene implicaciones tanto en el devenir de la economía global como en las perspectivas del sistema financiero. El presente artículo trata de contextualizar esta realidad, analizando el concepto de empresa *zombi* desde una perspectiva global y cuantificando el volumen de este segmento dentro del tejido empresarial español, desarrollando posteriormente un ejercicio de sensibilidad ante cambios en la política monetaria cuyas consecuencias implicarían, en última instancia, una morosidad creciente en el sector bancario.

Los impactos derivados de la crisis de la COVID-19, provocada principalmente por las medidas de confinamiento y restricción a la movilidad para tratar de evitar una mayor propagación del virus, se han manifestado en múltiples sectores y ámbitos económicos, siendo especialmente intensos en sectores

relacionados con el comercio y los servicios, en especial los relacionados con el turismo.

Este hecho ha resultado en una alteración económica sin precedentes en tiempos de paz en las principales economías, afectando especialmente

* Universidad Autónoma de Madrid.

** Universidad de Alcalá e IAES.

*** Universidad Carlos III de Madrid.

a los países más dependientes del turismo, como España, Italia o Portugal. Aunque la recuperación económica es intensa, gracias en parte al proceso de vacunación, no hay que perder de vista algunas debilidades derivadas de la aparición de nuevas variantes del virus (que han provocado nuevas medidas de restricción en algunos países), así como las consecuencias de los problemas en la cadena global de suministros y de escasez de materiales, o el alza de los precios de los productos energéticos, lo que está llevando la inflación a niveles no vistos en décadas y al creciente debate sobre la estrategia de los principales bancos centrales.

Sin embargo, más allá de los factores de riesgo que ponen en jaque la recuperación y que, en última instancia, podrían moderar las perspectivas de crecimiento económico, como el incremento de la inflación ya comentado, así como el posible deterioro de las condiciones de financiación y la corrección de los activos financieros (Banco de España, 2021), hay otro hecho que se analiza en el presente artículo: la creciente *zombificación* de las empresas. Este proceso se está intensificando tras el estallido de esta crisis, como consecuencia de la finalización parcial de las ayudas que se han tomado en materia de política económica (tanto monetaria como fiscal) que, aunque han sido bienvenidas y han contrarrestado los efectos de la crisis (el contrafactual hubiese sido mucho peor), han derivado o pueden derivar en un crecimiento de esta tipología de empresas.

El proceso de *zombificación* no es un concepto nuevo, y ha sido analizado por numerosos autores desde la crisis financiera de 2008, como consecuencia de la política monetaria no convencional puesta en marcha por los principales bancos centrales del mundo. Destacan, de hecho, los trabajos publicados en el marco de la OCDE en 2017 (Andrews, McGowan y Millot, 2017; McGowan, Andrews y Millot, 2017a, 2017b), donde se estudia la evolución del porcentaje de empresas *zombis* en Europa y sus determinantes, así como las consecuencias sobre la productividad de la economía. Por otro lado, también se hace hincapié en la vinculación de esta tipología de empresas con el sector financiero, señalando que las empresas *zombis* son más propensas a financiarse con créditos de entidades bancarias

que, en materia de solvencia y rentabilidad, presentan alguna debilidad (Andrews y Petroulakis, 2019).

Sin embargo, el número de referencias bibliográficas al respecto ha aumentado desde el estallido de la actual crisis, como consecuencia principalmente de las medidas orientadas a que el flujo y el canal de crédito no se rompiera hacia las empresas, principalmente las pequeñas. Dichas medidas de ayuda han atendido las necesidades de liquidez a corto plazo de las empresas, permitiendo que muchas de ellas subsistan en este entorno, incluidas aquellas que, con independencia de la pandemia, operan con modelos de negocio insostenibles en condiciones normales.

Definición de empresa *zombi*

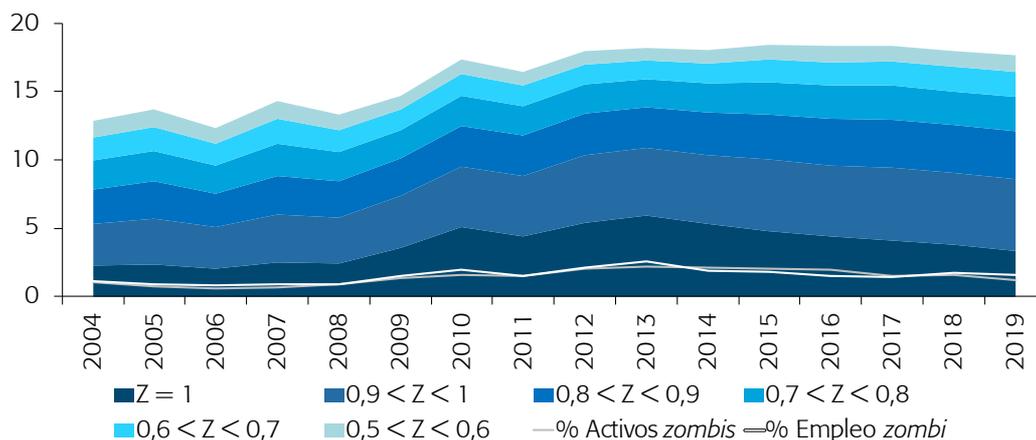
Antes de entrar en el análisis, hace falta realizar una contextualización de qué es una empresa *zombi*. En este sentido, cabe destacar dos principales definiciones:

- La *Financial Stability Review* de mayo de 2021, del Banco Central Europeo (BCE, 2021), dedicaba un apartado a analizar la evolución pasada y presente de esta tipología de empresas. En este documento se definía una empresa *zombi* como aquella que no es viable en condiciones normales de actividad, pero que sobrevive gracias a unas condiciones financieras especialmente favorables. En este sentido, cataloga como empresas *zombis* a aquellas que al menos durante dos años consecutivos cumplen las tres condiciones siguientes:
 - Registrar un *ROA* negativo (pérdidas)
 - Registrar una ratio *EBITDA* sobre deuda financiera inferior al 5 % (elevados niveles de apalancamiento)
 - Estar desinvirtiendo, excluyendo así a las empresas de nueva creación.
- Por su parte, los estudios enmarcados en la OCDE mencionados con anterioridad, definen

Gráfico 1

Empresas zombis en la eurozona

(En porcentaje)



Nota: El indicador Z mide el grado de zombificación y toma valores entre 0 (empresa totalmente viable) y 1 (máximo grado de zombificación), de modo que el grado de zombificación aumenta a medida que el azul oscurece.

Fuente: Elaboración propia con datos de *Financial Stability Review* (BCE, 2021).

a una empresa *zombi* como aquella que lleve operando al menos diez años y que lleve sin cubrir los pagos de los intereses con sus resultados más de tres años consecutivos.

Aunque la definición del BCE pueda parecer más sofisticada, ambas definiciones hacen hincapié en las mismas ideas: una empresa es *zombi* si operativamente es poco rentable, está muy apalancada y no es de reciente creación. En este artículo se utilizarán ambas definiciones: en primer lugar, para contextualizar la evolución de las empresas en Europa, y en segundo, para realizar los análisis de simulaciones sobre el caso español.

Evolución de las empresas zombis en Europa

Partiendo de la primera definición, el BCE estima la evolución de las empresas *zombis* desde el año 2004 hasta 2019, en términos de activos y de empleo, tal y como se ilustra en el gráfico 1. El punto álgido, hasta la crisis actual, se habría alcanzado en 2013, representando más del 2 % del total de activos y empleados, aunque hay estudios como

Acharya *et al.* (2020) que identifican doce países europeos donde las empresas *zombis* han aumentado hasta alcanzar casi el 7 % en 2016. Dicho peso se habría reducido ligeramente en los últimos años, pero se mantendría en niveles similares al 2 % para el agregado de la eurozona.

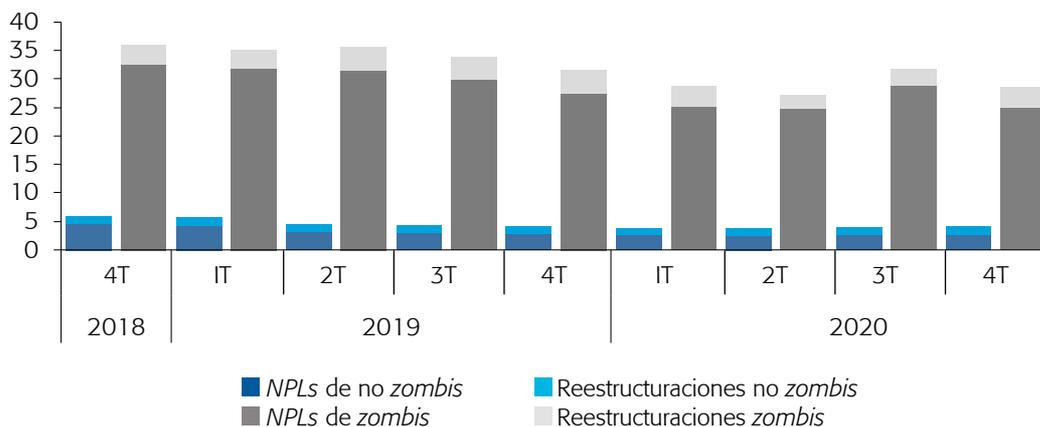
El peso de las empresas zombis en Europa representa en la actualidad más del 2 % el total de activos y empleados, según el BCE, si bien en algunos países aumentaron hasta alcanzar casi el 7 % del total en 2016.

Adicionalmente, el estudio empírico del BCE concluye que las empresas *zombis*, como no puede ser de otra manera, son menos productivas, originalmente más pequeñas y con un mayor grado de apalancamiento. A su vez, tal y como se pone de manifiesto en el gráfico 2, estas características hacen a las empresas *zombis* más propensas al impago de su deuda y/o a entrar en procesos de reestructuración o refinanciación de deuda. Además, el mayor riesgo de crédito asociado a este tipo de empresas se materializa en un mayor tipo de interés en los

Gráfico 2

Préstamos dudosos (NPL) y reestructuraciones en empresas *zombis* y no *zombis*

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de *Financial Stability Review* (BCE, 2021).

préstamos concedidos a las mismas, tal y como se observa en el gráfico 3.

48

Esto vendría a colación de que las empresas de pequeño y mediano tamaño son las más vulnerables a los desequilibrios, pero también las que han recibido mayores ayudas para soportar su actividad. Cabe reseñar, en este punto, que con datos de 2018 el peso de las empresas pequeñas y medianas alcanza en la Unión Europea el 99,8 % del total de empresas en número (en España llega al 99,9 %), aportando casi el 57 % del valor añadido y representando más del 66% de empleados (62,2 % y 72,4% para el caso español) (Analistas Financieros Internacionales, 2019).

Pues bien, el BCE (2021) afirma que las numerosas medidas tomadas, en especial las relacionadas con el crédito a través de las garantías públicas y las moratorias que se han concedido, y a las que nosotros añadimos la laxitud de la política monetaria que se ha intensificado en los meses posteriores al estallido de la pandemia, si bien han servido para reducir la mortalidad de las empresas que son elegibles para recibir dichas ayudas, también han promovido la supervivencia de algunas cuya viabilidad económica era dudosa antes del estallido de la pandemia.

Este fenómeno, que redundará en un crecimiento del número de empresas *zombis* en los próximos años, se debe principalmente a que, en palabras del propio BCE, los criterios de selección de las ayudas han sido laxos a la hora de discernir qué empresas pueden ser elegibles o no.

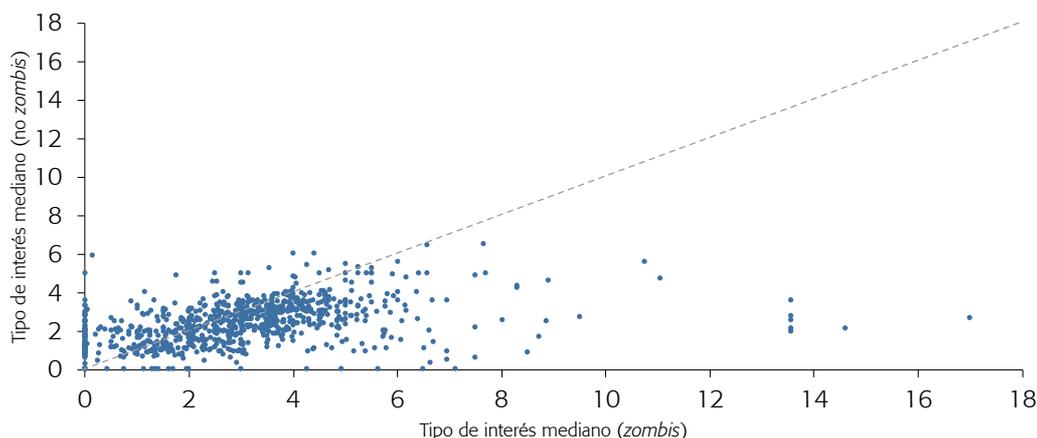
El BCE afirma que las numerosas medidas de política económica relacionadas con el crédito a través de las garantías públicas y las moratorias, y a las que cabe añadir la laxitud de la política monetaria –intensificada en los meses posteriores al estallido de la pandemia–, si bien han servido para reducir la mortalidad de las empresas, también han promovido la supervivencia de algunas cuya viabilidad económica era dudosa antes del estallido de la pandemia.

Partiendo de este enfoque, es necesario un análisis más granular, identificando el porcentaje de empresas que pueden ser categorizadas como *zombis*, y que puedan derivar en un incremento significativo del riesgo y, en última instancia, de la morosidad.

Gráfico 3

Tipo de interés mediano por país y sector en préstamos concedidos a empresas *zombis* y no *zombis*

(En porcentaje)

Fuente: Elaboración propia con datos de *Financial Stability Review* (BCE, 2021).**El caso español: análisis de escenarios ante un cambio en la política monetaria**

Una vez identificadas las vulnerabilidades y los ámbitos en que se desarrolla la *zombificación* del tejido empresarial y las principales aportaciones de la literatura, se ha desarrollado un análisis de escenarios en el que se simula, para una muestra de empresas *zombis* españolas, cómo evolucionaría una cuenta de resultados media del tejido empresarial español.

En este punto, cabe reseñar que actualmente la economía mundial se encuentra en un momento sumamente complejo y de incertidumbre. Por un lado, la pandemia de la COVID-19 no ha desaparecido, y surgen nuevas variantes que ponen en riesgo la recuperación económica. Por otra parte, los *shocks* de oferta que está experimentando la economía mundial están tensando la evolución general de precios, llevándolos a niveles no registrados en décadas y orientando las expectativas hacia la finalización paulatina de la política monetaria no convencional que ha caracterizado la estrategia de los principales bancos centrales del mundo, lo que

indudablemente lleva al debate de la subida de tipos de interés.

Por lo tanto, la situación actual para las empresas es sumamente difícil, pues se enfrentan a una evolución creciente de los precios de sus *inputs*, que, junto con los problemas de la cadena de suministro mundial y las restricciones derivadas de la lucha contra la pandemia, llevan a una situación de estrés sobre las cuentas de resultados. Asimismo, la expectativa de futuras subidas en los tipos de interés, con sus implicaciones en los gastos financieros, puede llevar a empresas vulnerables a una irreversible situación de fracaso empresarial.

La economía española no es ajena a estos problemas y, de hecho, algunos de los sectores más vulnerables a las medidas puestas en marcha en pandemia son los que caracterizan a una parte importante del tejido empresarial español.

En el último *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España (2021), se identifican riesgos y vulnerabilidades de la economía y del sistema financiero español. Entre ellos, destaca el que denomina como “debilidad de la situación financiera de ciertos segmentos de empresas y hogares” (Banco de España, 2021: 14). Concretamente, resalta que

Cuadro 1

Muestra de análisis

	Número	Porcentaje del total
Empresas activas con más de 10 años de antigüedad	975.396	100,0
Empresas activas con más de 10 años de antigüedad calificadas como <i>zombis</i>	19.977	2,0
Muestra de análisis final (filtrando <i>outliers</i>)	17.979	1,8

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

“la recuperación es todavía incompleta en los sectores más afectados (e.g. hostelería, transporte, fabricación de automóviles), que han acumulado los mayores incrementos de deuda bancaria y también del crédito dudoso” (Banco de España, 2021: 14). Además, son los sectores que acumulan el mayor porcentaje de riesgo latente no materializado, pero con altas probabilidades de materializarse.

Con el fin de caracterizar a las empresas *zombis* se ha asumido la definición aportada en el marco de la OCDE (Andrews, McGowan y Millot, 2017; McGowan, Andrews y Millot, 2017a, 2017b), en la que se delimita como *zombis* a las empresas que tienen diez años o más y que no pueden cubrir sus gastos financieros por intereses durante tres años consecutivos. Aunque se está hablando de un concepto sumamente complejo y para el que no existe un consenso total en la literatura, se ha asumido esta definición porque es, de hecho, una de las más aceptadas, como atestiguan los trabajos de Osório, Bento y Xarepe (2017); Hallak, Harasztosi y Schich (2018); Banerjee y Hofmann (2018, 2020); Andrews y Petroulakis (2019); Grieder y Ortega (2020); El Ghoul, Fu y Guedhami (2020); Cella (2020) y Carreira, Teixeira y Nieto-Carrillo (2021), entre otros. Es importante considerar que, al establecer un umbral de diez años de vida, se puede diferenciar entre empresas *zombis* y empresas de reciente creación, a la vez que el análisis de tres años consecutivos de la cobertura de intereses permite evitar el sesgo producido por problemas cíclicos.

Por lo tanto, a partir de esta definición se ha trabajado con una muestra de 17.979 empresas españolas con personalidad jurídica obtenidas a través

de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), sobre un total de más 700.000 (en torno al 2,5 % del total de empresas del país en línea con lo estimado por el BCE para Europa), que recoge información financiera de empresas que depositan sus cuentas anuales en el Registro Mercantil. Sobre esta muestra, se ha limpiado la distribución con el objetivo de no incluir valores *outliers*, habiendo filtrado el 5 % de las empresas con menor y mayor coste medio de financiación.

En el cuadro 1 se puede observar la muestra inicial contenida en SABI, la obtenida bajo la definición de empresa *zombi* adoptada y la muestra de análisis final.

Por otra parte, el cuadro 2 permite observar la distribución media de la muestra de análisis y su coste medio de financiación en base al tamaño de las empresas, el sector y la región en donde realizan su actividad.

Del cuadro 2 se pueden extraer conclusiones muy interesantes sobre la realidad de las empresas *zombis* en España. En primer lugar, el 62 % de las empresas con estas características son pequeñas o microempresas, lo que conlleva una importante vulnerabilidad en empresas que tienen, normalmente, mayores problemas en el acceso a la financiación (Maudos, 2014), como también se aprecia en el coste medio de financiación. No obstante, se debe destacar que el porcentaje de grandes empresas en esta situación no es pequeño, pues alcanzan el tercio de la muestra, lo que se deriva de la situación de crisis en algunos sectores a causa de la pandemia y que puede ser un problema en términos de empleo si no se redefine su estrategia general y financiera.

Cuadro 2

Descriptivo de la muestra de análisis, 2020

(En porcentaje)

	<i>Muestra</i>	<i>Coste medio de la deuda (%)</i>
Por tamaño		
Grande	32	1,92
Mediana	6	2,11
Pequeña	18	2,09
Microempresas	44	2,14
Por sector		
Servicios de distribución comercial	18	2,18
Resto de servicios	51	1,99
Construcción	15	1,87
Industria	13	2,32
Primario	3	1,87
Por comunidad autónoma		
Madrid	22	1,96
Cataluña	15	2,13
Comunidad Valenciana	10	2,11
Aragón	4	2,13
País Vasco	6	2,02
Galicia	9	2,19
Baleares	2	2,03
Andalucía	10	1,92
Murcia	2	1,98
Castilla y León	5	2,03
Castilla-La Mancha	4	1,67
Navarra	2	1,80
Extremadura	2	2,10
Canarias	3	2,18
Asturias	3	2,42
La Rioja	1	1,99
Cantabria	1	2,36
Ceuta	0	1,48
Melilla	0	1,80

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

Desde una perspectiva sectorial, el 51 % de las empresas *zombis* se localizan en el sector de servicios no dedicados a la distribución comercial, sin

duda consecuencia de la crisis derivada de la pandemia COVID-19 y de las medidas de restricciones puestas en marcha en 2020.

Cuadro 3

Análisis de escenarios de incrementos del coste financiero: total muestra

(En millones de euros)

	2020	Coste financiero +50pb	Coste financiero +75pb	Coste financiero +100pb
Resultado de explotación	-477	-477	-477	-477
+ Ingresos financieros	294	294	294	294
- Gastos financieros	-208	-251	-273	-295
Resultado financiero	86	43	21	0
Resultado antes de impuestos	-391	-434	-456	-477
Impuestos	0	0	0	0
Resultado del ejercicio	-391	-434	-456	-477

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

Finalmente, desde un punto de vista regional, destaca el peso de Madrid y Cataluña como regiones con mayor proporción de empresas *zombis*, seguidas de la Comunidad Valenciana, Andalucía y Galicia.

Asimismo, destaca el hecho de que un 29 % de las empresas de la muestra se encuentra en una situación de patrimonio neto negativo, mientras que, y este es un hecho muy significativo, un 90% de la muestra tiene resultados de explotación negativos, lo que es realmente representativo de la situación de vulnerabilidad que caracteriza a estas empresas *zombis* desde una perspectiva estratégica, más allá de su estructura financiera.

Una vez analizada la realidad general de las empresas *zombis* en España, se ha procedido a desarrollar el ejercicio de sensibilidad en el que se simula un aumento de los costes medios de financiación, en línea con la subida de tipos que des cuenta el mercado, en 50, 75 y 100 puntos básicos, con el fin de analizar su impacto en la cuenta de resultados de las empresas *zombis* españolas. Con este propósito, se ha simulado una cuenta de resultados media de la muestra de análisis que permite obtener conclusiones generales.

De esta manera, el cuadro 3, que recoge las simulaciones realizadas, permite alcanzar interesantes conclusiones. Por un lado, los resultados de explotación medios de las empresas de la muestra

son negativos, lo que lleva a la imposibilidad de cubrir ni si quiera los gastos financieros derivados de su endeudamiento, a pesar de que existe un volumen significativo de ingresos financieros provenientes de la necesidad de obtener rendimientos financieros en un entorno de tipos de interés cero.

Las empresas zombis empeorarían su cuenta de resultados en el caso de que los cambios en la política monetaria conllevaran incrementos de los costes de financiación. Una subida de 50 puntos básicos implicaría un incremento de las pérdidas del ejercicio de un 11 %, que se elevarían hasta el 17 % y el 22 % en el caso de subidas de tipos de 75 y 100 puntos básicos respectivamente.

Se puede ver cómo, en media, las empresas analizadas empeorarían sus resultados del ejercicio en el caso de que los cambios en la política monetaria conllevaran incrementos de los costes de financiación. De esta manera, *ceteris paribus*, un incremento de 50 puntos básicos implicaría un incremento de las pérdidas del ejercicio de un 11 %, que se incrementarían hasta el 17 % y el 22 % en el caso de subidas de tipos de 75 y 100 puntos básicos respectivamente.

Cuadro 4

Análisis de escenarios de incrementos del coste financiero: empresas con resultados de explotación positivos

(En millones de euros)

	2020	Coste financiero +50pb	Coste financiero +75pb	Coste financiero +100pb
Resultado de explotación	170	170	170	170
+ Ingresos financieros	286	286	286	286
– Gastos financieros	-461	-541	-582	-622
Resultado financiero	-175	-255	-295	-335
Resultado antes de impuestos	-5	-85	-125	-165
Impuestos	0	0	0	0
Resultado del ejercicio	-5	-85	-125	-165

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

Asimismo, dada la gravedad de la situación que caracteriza al 90 % de la muestra analizada, con resultados de explotación negativos, se ha realizado la misma simulación únicamente para el segmento de empresas que en 2020 mantenían resultados de explotación positivos. Así pues, el cuadro 4 permite obtener valiosas conclusiones. Por un lado, pese a que la actividad de estas empresas es rentable, sus costes financieros son mayores que los de la media de empresas *zombis* españolas. Ello provoca que, a pesar de alcanzar resultados de explotación positivos, el resultado del ejercicio suponga pérdidas para la empresa. Estas pérdidas se verían incrementadas muy significativamente en el caso de un aumento de los costes financieros derivados de cambios en la política monetaria. Una subida de 50 puntos básicos conllevaría, *ceteris paribus*, un incremento de las pérdidas de 85 millones (16 veces más), diferencia que ascendería hasta los 125 y 165 en el caso de un incremento de 75 y 100 puntos básicos, respectivamente.

Estos resultados tienen implicaciones no sólo para las propias empresas, sino para las entidades financieras que han financiado su actividad. Un empeoramiento de la situación de este segmento de empresas probablemente aumentaría la morosidad, al no poder hacer frente únicamente a los gastos financieros, sino al propio pago del principal. En este sentido, un ejercicio de simulación sobre las empresas con resultado de explotación positivo —que son

las que menos probabilidad de impago tendrían *a priori*— permite concluir que, considerando un vencimiento medio de la financiación ajena de cinco años, las empresas pasarían de una ratio de cobertura de intereses y principal del 4,65 % a un 4,55 % en el caso de un incremento de 50 puntos básicos del coste de financiación. Asimismo, si el coste de financiación aumentara en 75 o 100 puntos básicos, dicha ratio de cobertura descendería hasta el 4,50 % o el 4,45 % respectivamente, incidiendo en el riesgo de crédito al que están sometidas las entidades financieras.

Conclusiones

El contexto económico actual es de una gran incertidumbre para el devenir del sector empresarial. A la finalización de las medidas llevadas a cabo por las diferentes instituciones con la pretensión de controlar los efectos nocivos de los confinamientos y restricciones, se une el aumento de los cuellos de botella que minan el comercio mundial y una creciente inflación. Este último hecho, originado principalmente por el crecimiento de los precios energéticos y el no poder atender la creciente demanda pospandemia, hace que se vislumbre en el horizonte un cambio de tono de la política monetaria, de carácter ultraexpansiva a nivel mundial en

los últimos años, donde el mercado descuenta un incremento de los tipos ya para el año 2022.

En este contexto, se encuentran empresas categorizadas como *zombis*, en su mayor parte provenientes de la crisis anterior, que han recibido muchas de ellas ayudas que ahora finalizan, donde un aumento del coste de la deuda, derivado de un incremento de los tipos de interés, ahondaría en sus resultados negativos. En España, estas empresas representarían actualmente alrededor del 2,5 % del total, en línea con lo estimado para Europa, lo que podría suponer un incremento de morosidad en el sector bancario español, principal canalizador del crédito hacia esas empresas con vulnerabilidad.

Más del 62 % de las empresas *zombis* son consideradas como pequeñas o micropymes, siendo estas las más vulnerables ante las distorsiones económicas y financieras que se están produciendo, pudiéndose incrementar dicha cifra como consecuencia de la aparición de nuevas variantes del virus que deriven en nuevos episodios de confinamientos y restricciones para la contención de los contagios.

Referencias

- ACHARYA, V. V., CROSIGNANI, M., EISERT, T. y EUFINGER, C. (2020). Zombie credit and (dis)inflation: evidence from Europe. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 27158.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2019). *La Banca y las pymes*, December. <https://www.afi-research.es/InfoR/descargas/1924537/1832181/La-banca-y-las-pymes.pdf>
- ANDREWS, D., MCGOWAN, M. A. y MILLOT, V. (2017). Confronting the zombies: policies for productivity revival. *OECD Economic Policy Papers*, 21, December.
- ANDREWS, D. y PETROULAKIS, F. (2017). Breaking the shackles: zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe. *European Central Bank Working Paper Series*, 2240, February.
- BANCO DE ESPAÑA (2021). *Financial Stability Report: Autumn 2021*, November.
- BANERJEE, R. y HOFMANN, B. (2020). Corporate zombies: Anatomy and life cycle. *BIS Working Papers*, 88, September.
- BCE (2021). Corporate zombification: post-pandemic risks in the euro area". *Financial Stability Review*, May.
- CARREIRA, C., TEIXEIRA, P. y NIETO-CARRILLO, E. (2021). Recovery and exit of zombie firms in Portugal. *Small Business Economics*. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00483-8>
- CELLA, C. (2020). Zombie firms in Sweden: implications for the real economy and financial stability. Sveriges Riksbank, Staff Memo, September.
- EL GHOUA, S., FU, Z. y GUEDHAMI, O. (2020). *Zombie firms: prevalence, determinants, and corporate policies*. <https://ssrn.com/abstract=3740950> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3740950>
- GRIEDER, T. y ORTEGA, J. (2020). A financial stability analysis of zombie firms in Canada, Financial Stability Department Bank of Canada. *Staff Analytical Notes*, 2020–3, February.
- HALLAK, I., HARASZTOSI, P. y SCHICH, S. (2018). *Fear the walking dead? Incidence and effects of zombie firms in Europe*. Joint Research Centre Technical Report. <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC111915>
- MAUDOS, J. (2014). The relevance of company size in accessing bank finance: A determining factor for Spain's SMEs. *Spanish Economic and Financial Outlook*, 3(3), May.
- MCGOWAN, M. A., ANDREWS, D. y MILLOT, V. (2017a). The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries. *OECD Economics Department Working Papers*, 1372.
- MCGOWAN, M. A., ANDREWS, D. y MILLOT, V. (2017b). Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation. *OECD Economics Department Working Papers*, 1399, June.
- OSÓRIO, G., BENTO, F. y XAREPE, D. (2017). Zombie companies in Portugal: the non-tradable sectors of construction and services. *GEE Papers*, 88, December.

Empresa y desigualdad: ¿hay que revisar la gobernanza de las empresas?

Emilio Huerta*

El debate sobre la desigualdad toma generalmente como punto de partida la distribución de la renta disponible, resultado tanto de la retribución de los factores productivos en el mercado, como de la acción redistributiva de los gobiernos. En el origen, por tanto, emerge la distribución de las rentas primarias, y ahí es donde aparece la empresa en el centro del debate sobre la desigualdad. En la empresa se toman decisiones de retribución de directivos, reparto de beneficios y dividendos, y gestión de los recursos humanos. Además, las decisiones de estrategia corporativa establecen los límites y fronteras de la organización (empleos y rentas que se generan y destruyen). Por tanto, las decisiones empresariales condicionan el nivel inicial de desigualdad sobre el que actúa la redistribución mediante impuestos, transferencias y servicios públicos que realiza el Estado. Entender el gobierno de la empresa es clave para comprender el resultado inicial del reparto de rentas laborales y no laborales que produce la negociación en el seno de la organización.

En las últimas décadas España ha seguido una trayectoria de debilitamiento del crecimiento, deterioro del medio ambiente y aumento de la desigualdad. Se observa, desde hace años, una evolución mediocre de la productividad (Andrés y Doménech, 2015; Sebastián, 2016; Sebastián y Serrano, 2012), un declive en la participación de las rentas laborales en el total de renta nacional (Huerta y Salas, 2021; Salas 2020) y una creciente inequidad en la distribución de la renta (Piketty, 2014; Stiglitz, 2019). La prosperidad ofrece rasgos preocupantes. La promesa de un crecimiento sostenido e inclusivo se debilita. En estas circunstancias, hay más conciencia en la

sociedad de que el coste social y medioambiental de crecer está siendo elevado; se está produciendo un debate entre académicos y decisores públicos que demanda cambios en las formas de producir, consumir y distribuir los resultados del crecimiento. Se señala que las empresas, los mercados y el Estado, protagonistas principales del impulso económico, no funcionan tan bien como debieran, lo que deriva en la necesidad de abordar reformas en su funcionamiento y en su papel.

Las funciones del Estado y los mercados están bien reconocidas en el análisis económico para

* UPNA y Funcas.

corregir las externalidades negativas que la actividad económica genera. En competencia perfecta la asignación obtenida es eficiente y por tanto tiene buenas propiedades para el bienestar colectivo. Pero cuando las condiciones de mercados perfectos no se cumplen (existen costes de transacción, falta información perfecta, la tecnología es endógena...), en la gran mayoría de las situaciones reales donde se producen los intercambios y transacciones, el gobierno debe intervenir para corregir los resultados. Se requiere, por tanto, de sistemas de regulación cuando las externalidades negativas son notorias. La segunda cualificación apunta a que, en los mercados donde actúan las empresas, debe haber una verdadera competencia efectiva. Lo cual requiere de un sistema eficaz de defensa y protección de la competencia (leyes e instituciones de vigilancia e intervención) por parte de las autoridades públicas. Además, el Estado juega un papel esencial en la redistribución de la renta disponible para conseguir mejores oportunidades para los ciudadanos y avanzar hacia una distribución más justa de la renta y riqueza.

En la empresa se distribuye el valor añadido entre rentas del capital y del trabajo, se establecen diferencias de salarios vinculadas a distintos puestos de trabajo, y se genera una asignación de dividendos en función de la propiedad de las acciones. Comprender los factores que afectan a un reparto u otro del valor generado es clave para entender la desigualdad inicial, antes de la redistribución que provoca la intervención del Estado.

El papel de la empresa resulta menos obvio para avanzar en la equidad. Además del Estado y el mercado, parece recomendable incorporar con protagonismo propio a la empresa. La empresa aporta una perspectiva sobre el funcionamiento de la sociedad que va de abajo (el puesto de trabajo) hacia arriba (el agregado del PIB o el empleo) y de lo local (donde se ubica la producción) a lo global (de donde proceden los suministros o están localizados los compradores). Este trabajo se centra en el estudio de la empresa y su importancia en la generación de riqueza y de rentas laborales y no laborales

(coste de capital y beneficios) y sus consecuencias para la desigualdad. En el inicio, las empresas intervienen generando riqueza que se distribuye entre los distintos protagonistas de la acción colectiva dentro de las restricciones que establecen los mercados y el marco legal. La empresa relaciona a los distintos propietarios de los recursos en la organización con la acción de generar valor y su reparto. En la empresa, se distribuye el valor añadido entre rentas del capital y del trabajo, se establecen diferencias de salarios vinculadas a distintos puestos de trabajo, y se genera una asignación de dividendos en función de la propiedad de las acciones. Por ello, comprender los factores que afectan a un reparto u otro del valor generado y que definen una determinada distribución de la renta es clave para entender la desigualdad inicial, antes de la redistribución que provoca la intervención del Estado.

Hay al menos tres argumentos para reconocer la relevancia y el papel de la empresa en el estudio de la desigualdad. La primera razón es la constatación de que las decisiones de las empresas en sus ámbitos de gestión (retribución de directivos, organización del trabajo, gestión de recursos humanos, salarios de los trabajadores, redefinición de los límites y fronteras de las empresas, inversión en recursos intangibles) tienen una incidencia sobre la distribución de la renta tan importante como el efecto que pueda tener el funcionamiento más o menos competitivo de los mercados. Pero es que, además, a través de la definición de las estrategias corporativa y competitiva, la dirección y el gobierno corporativo deciden sobre cuestiones tan importantes como: ¿Dónde producir?, ¿En cuántas plantas? ¿En qué países y regiones localizar la producción y el empleo? ¿Dónde se venden los productos y a qué precios? ¿Cómo gestionar los beneficios y dividendos del grupo y transferirlos de un ámbito a otro? y ¿Qué grado de optimización fiscal se quiere realizar? Todas estas cuestiones están directamente relacionadas con el mantenimiento y la creación de empleo, y determinan el reparto y la evolución de las rentas laborales (salarios) y no laborales (coste del capital y beneficios) que se generan en una región o país.

La segunda razón emerge de la solución que se alcanza entre eficiencia y equidad en las

organizaciones. No es correcto pensar que en una empresa se crea primero riqueza y en un proceso posterior se distribuye esta entre los accionistas, empleados, directivos e instituciones financieras, como dos procesos independientes. La creación de riqueza y su reparto se determinan de manera simultánea y se definen conjuntamente. Cuando se negocia *a priori* el reparto de resultados, se establecen simultáneamente los incentivos de los distintos grupos de interesados para comprometerse con mayor o menor intensidad con el proyecto empresarial. Así, unas expectativas sobre la asignación que a los distintos colectivos pueda corresponderle en el reparto de la renta y riqueza producida, determinará su nivel de esfuerzo y dedicación que condicionará el resultado final. Por tanto, crecimiento y equidad están relacionados, y en el equilibrio que se alcanza en cualquier organización, intervienen las distintas situaciones de poder e influencia de los diferentes propietarios de los recursos de la empresa.

Una tercera razón tiene que ver con las limitaciones que se perciben sobre el papel del Estado en la redistribución de la renta y que tiene lugar por vía de impuestos y transferencias. La competencia fiscal entre regiones y países está haciendo cada vez más complicada la redistribución por razones tecnológicas y por la creciente globalización. Los ciudadanos de patrimonios más altos y las grandes empresas multinacionales utilizan las ventajas fiscales que proporcionan los distintos territorios, deslocalizando sus rentas y beneficios en su interés. Además, comienza a extenderse la opinión entre muchos ciudadanos y responsables políticos sobre los límites de la progresividad fiscal.

En definitiva, las decisiones empresariales de gestión y de estrategia, condicionan el nivel de desigualdad inicial que se produce en la sociedad, influyen sobre cuánta riqueza y valor se crea y cómo se distribuye entre los distintos protagonistas de la acción colectiva. Por ello, se afianza la idea de que el gobierno de la empresa, entendido como la capacidad de dirección y control de las decisiones y acciones estratégicas que marcan el rumbo de la organización, juega un papel clave en el estudio de la desigualdad.

Evidencias

En un reciente número de *Papeles de Economía Española* (Funcas, 2021) se presenta una amplia evidencia sobre la importancia y los efectos de las relaciones entre empresa y desigualdad. En el trabajo que abre la publicación, Huerta y Salas (2021) detallan información sobre la capacidad de las empresas españolas para crear riqueza y cómo esta se distribuye entre rentas del trabajo, coste del capital y beneficio económico durante el periodo 2000-2019. La información proviene de las empresas sociedades no financieras (SNF). El estudio pone de manifiesto la lenta e incompleta recuperación de las SNF a partir de 2014 y ofrece evidencia de que, durante la Gran Recesión, entre 2008 y 2014, la participación de la renta salarial en el valor añadido bruto de las SNF se reduce siete puntos porcentuales. Esta reducción se mantiene en los años de recuperación, periodo en el que además desciende la participación del coste de capital y aumenta la del beneficio económico. Este declive de la participación de la renta laboral en el VAB se relaciona con el aumento del poder de monopsonio de las empresas en el mercado de trabajo y la pérdida de poder negociador de los trabajadores.

Bayo y Ortín (2021) combinan datos de la OCDE sobre el índice de Gini de distribución de renta, hasta el año 2017, con información que les permite calcular un índice de Gini de la distribución de la productividad laboral en los negocios. Observan que las diferencias de productividad están asociadas con diferencias salariales. Con esa información, indican que los Estados consiguen reducir las desigualdades iniciales en un 37 %. Para el caso de España esta reducción es inferior, del 33 %. Respecto a la actuación de los mercados, la evidencia muestra que los mercados reducen las desigualdades iniciales en un 25 % en promedio en los países estudiados. En España la reducción es superior, un 29 %.

El trabajo de Medrano-Adán (2021) compara España con los países del centro y norte de Europa, e indica que las diferencias en la organización de la producción, productividad y desigualdad de rentas laborales, vendrían explicadas por factores asociados al *management* de las organizaciones y en

particular, por unos mayores costes de supervisión y control, menores habilidades medias de empleados y empleados, y mayor dispersión de estas habilidades en España que en los países con los que se realiza la comparación.

Pueyo y Gómez (2021) consideran que las estrategias de sostenibilidad seguidas por muchas empresas han hecho muy poco por incorporar la desigualdad, sus causas y consecuencias, a la agenda de las empresas. A su juicio, el debate de la desigualdad y sostenibilidad ha vivido vidas separadas. La desigualdad en los estándares de sostenibilidad de las empresas no ha sido una cuestión relevante y no ha ocupado la atención del gobierno de la empresa. Por su parte, Calveras y Ganuza (2021) estudian el crecimiento de la desigualdad asociado a la lógica de la economía digital y al fenómeno de “el ganador se queda con todo”, que caracteriza la competencia de las plataformas digitales. Estudian los problemas que para la desigualdad se derivan de estructuras de mercado muy concentradas donde existen unas pocas grandes empresas, así como los efectos de la *gig-economía* y los procesos de externalización que están siguiendo muchas empresas sobre las condiciones de contratación. Describen cómo las nuevas formas de empresa y las nuevas relaciones laborales que se están incorporando como consecuencia de los cambios en la tecnología, están aumentando la desigualdad en nuestra sociedad.

Por último, Moral (2021), con datos de la *Encuesta de estructura salarial*, calcula las brechas salariales ajustadas, en función del género y de la tecnología. Los resultados muestran que el salario de una mujer es, globalmente, un 18,3 % menor que el de un hombre. Sin embargo, cuando se controla por las características de los trabajadores, las empresas y los contratos, la brecha salarial ajustada por género se reduce al 7,3 % en 2018. La brecha salarial ajustada por tecnología es también notable. Los resultados indican que la brecha salarial no ajustada por trabajar en sectores de tecnología media-baja era del 22,3 % en 2018. Cuando se ajusta por las características de los trabajadores, empresas y contratos, esa brecha se reduce al 2,4 %. La brecha de género es otro factor que genera desigualdad.

Hay otras evidencias para distintos países y España que relacionan la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza y su evolución en el tiempo, con la actividad de las empresas. Entre esas evidencias destacan: la concentración de la renta y riqueza en la parte más alta de la distribución, la tendencia hacia el aumento de la concentración en muchos mercados y el ejercicio de poder de monopolio y monopsonio de las empresas en los mercados de trabajo y de bienes. De la información que proporcionan el *World Inequality Report 2018* y la *World Top Income Database* se observa que, en 1980 en Estados Unidos, el 1 % más alto representaba el 11,1 % de la renta y en 2012 este grupo pasó a disponer del 20,8 %. En España la tendencia que se observa es menos radical, en 1980, el 1 % de los más ricos representaban el 7,6 % de la renta pasando en 2012 a disponer del 8,6 %. España está lejos de la situación de EE. UU., pero la tendencia es al aumento en la concentración. Cuando se analiza la concentración de la renta en la parte inferior de la distribución, los datos ponen de manifiesto que en los países de Europa occidental (incluida España) la concentración de renta en el 50 % de la población con rentas más bajas es algo mayor que en Estados Unidos y no decrece tanto en el tiempo: el 24 % en 1980 y el 22 % en 2016 (WIL, 2018). La concentración de la renta está asociada con decisiones de las empresas por, al menos, dos razones. Primero, más de la mitad de las personas que forman parte del 1 % con mayor nivel de renta son altos directivos de empresas, mientras que la otra mitad se reparte entre empresarios familiares, gestores de fondos y élites profesionales en distintos campos. Segundo, se estima que aproximadamente la mitad de la riqueza nacional corresponde a activos tangibles e intangibles utilizados por las empresas, y la otra mitad son activos en vivienda propia y deuda pública.

Otra evidencia (CNMV y *El País*), muestra que, en España, los ejecutivos mejor pagados de las empresas del Ibex 35 ganaron, de media, 4,94 millones de euros en 2019. Esta cifra supone 90 veces más que el gasto medio por empleado en el que incurrieron las mismas compañías en ese año. Esta ratio representa un aumento notable frente al multiplicador de 79 veces de 2018. Por otro lado, las

aportaciones a los planes de jubilación van ganado peso en los paquetes retributivos de los directivos españoles. En 2019, las empresas que cotizan en la bolsa española incorporaron 20,5 millones de euros a las pensiones de sus consejeros ejecutivos. Tras esa aportación, los 40 directivos que más derechos acumulan suman ya 360 millones de euros.

Hay una evidencia creciente que relaciona la desigualdad con decisiones y actuaciones de las empresas. Esta evidencia se asocia con cambios disruptivos en la tecnología, profundización de la globalización, aumento de la concentración en algunos mercados y países, pérdida de capacidad de negociación de los trabajadores y una gestión empresarial que adopta un enfoque basado en la obtención del máximo beneficio para los accionistas.

En suma, hay una evidencia creciente que convendría ampliar para obtener una fotografía más detallada, que relaciona la desigualdad de rentas con decisiones y actuaciones de las empresas. Esta evidencia se desarrolla en paralelo y se asocia con cambios disruptivos en la tecnología, profundización de la globalización, aumento de la concentración y poder de mercado de las empresas en algunos mercados y países, pérdida de capacidad de negociación de los trabajadores y una gestión empresarial que ha adoptado un claro enfoque financiero basado en la obtención del máximo beneficio para los accionistas.

El debate de la desigualdad en la empresa y su gobernanza

El marco conceptual que establece el proceso de toma de decisiones y define la estrategia en la empresa, junto con la evidencia mencionada, hacen recomendable que el debate sobre los retos que plantea la reducción de la desigualdad en una sociedad incorpore con protagonismo propio a la empresa. En esta dirección, economistas como Admati (2017), de la Universidad de Stanford, y Zingales (2017), de la Universidad de Chicago, responsabilizan directamente a la empresa y al sesgo

financiero de su sistema de gobernanza, del crecimiento del poder y de la desigualdad económica. Para Admati, la gobernanza centrada en los resultados financieros incentiva decisiones y conductas contrarias al interés general, en un entorno de mercados poco competitivos y déficits de información. Estas condiciones dificultan la aplicación de leyes y regulaciones dirigidas a proteger el interés general. Zingales alude a la connivencia entre los poderes económicos y políticos. Allí donde el poder de las empresas es elevado, éstas utilizan, muchas veces, las conexiones políticas que poseen para proteger y reforzar su dominio e influencia.

Con este diagnóstico, un posible enfoque es considerar que corresponde al buen gobierno corporativo de la empresa reconocer la gravedad de la situación, valorar los efectos externos negativos que se generan e intentar evitarlos en el momento inicial de la creación de valor. Cuando L. Fink, CEO de la empresa BlackRock, un fondo que actúa de forma fiduciaria en nombre de sus clientes y maneja 9,5 billones de dólares, envió una carta en 2019 a los principales directivos de las mayores empresas norteamericanas explicando que “sin un propósito, ninguna empresa podía obtener su pleno potencial” entraba de lleno en un debate de décadas sobre cuál es la función, el papel y objetivos de la empresa capitalista. ¿Debería ser el propósito de la empresa la maximización del valor para los accionistas? o ¿Debería considerarse a otros colectivos de interesados como los empleados, clientes, suministradores o la comunidad local? ¿Debería la empresa comprometerse con causas sociales y políticas, aunque disminuya el valor para los accionistas en el corto plazo, si asegura su crecimiento a largo plazo? La carta de Fink señala que la sociedad demanda de las compañías que sirvan a un propósito social que beneficie no solo a los accionistas sino también a sus empleados, clientes, comunidad local y ciudadanos. La carta indicaba que estaban dispuestos a participar en discusiones sobre cómo crear valor a largo plazo y construir un mejor marco para servir mejor a todos los interesados. BlackRock ha seguido insistiendo en esta dirección. Según su informe anual *Buscando Valor para Nuestros Clientes* (BlackRock, 2021) en el que hace balance de su actuación en más de 13.000 empresas en todo el mundo, indican que

han repudiado a uno de cada diez gestores porque consideran que carecían de independencia o recibían una retribución excesiva a la vista de la marcha de sus entidades. Como advirtió su presidente L. Fink, BlackRock votará cada vez más en contra de los consejos de administración si estos no progresan lo suficiente en materia de sostenibilidad y buenas prácticas del negocio. En España este fondo tiene invertidos cerca de 50.000 millones de euros entre entidades cotizadas y deuda pública, participa en la mitad del Ibex y supera el 3 % de participación en BBVA, Iberdrola y Telefónica.

En la misma dirección se sitúa la declaración de la Business Roundtable (2019) formada por un grupo de directivos de las principales compañías norteamericanas cuestionando el criterio de maximización del beneficio para la toma de decisiones empresariales y sustituyéndolo por otro más amplio y ambiguo que reconociera el bienestar de todos los grupos de interés. Rajan (2020), de la Universidad de Chicago, es crítico con este enfoque y considera que esta forma de actuar no resulta útil. A su juicio es importante que una empresa fije objetivos que ayuden y guíen sus decisiones y acciones. Si todos los grupos de interesados son esenciales, entonces ninguno lo es. En un intento de satisfacer a todos, la propuesta del Business Roundtable probablemente acabará no satisfaciendo a ninguno. Acemoglu (2021), de la Universidad de Harvard, cuestiona el criterio de maximización del beneficio, pero señala que no es obvio qué modelo hay que adoptar. Considera que habría que ser muy cautelosos respecto a soluciones que ofrecen más y más discrecionalidad a los directivos. Argumenta que cuando los CEO reciben un mandato vago y tienen que perseguir los intereses de todos los grupos de interesados, es casi seguro que se van a generar abusos y sugiere que lo que hay que hacer es reforzar las restricciones legales e institucionales sobre los principales directivos de las compañías. Considera que hay que establecer con claridad líneas rojas en la legislación y sugiere también que aumente el activismo cívico para evitar la evasión fiscal, la automatización excesiva, la polución o el uso de trucos contables para reducir la carga fiscal de las empresas. A su juicio, la responsabilidad de las empresas es demasiado importante como para dejarla sola en manos de los

líderes empresariales. Mankiw (2020) insiste en que la idea de satisfacer el interés de los distintos grupos de interesados es noble, pero presenta muchos problemas ante un riguroso escrutinio. ¿Deben los ejecutivos de las empresas ser líderes sociales? ¿Tienen los ejecutivos la formación y representación para establecer las prioridades colectivas? Se pregunta Mankiw. A su juicio, los directivos empresariales están cualificados para obtener unos buenos resultados económicos, pero no para dirigir la sociedad. Otra alternativa más ambiciosa, apunta a cambios más profundos que afectan al propio paradigma y contrato sobre el que se ha construido la empresa capitalista tradicional. En Gran Bretaña se ha desarrollado una reflexión colectiva entre distintos académicos liderados por C. Mayer (2020), profesor de la Universidad de Oxford, con la idea de redefinir los fundamentos de la empresa del siglo XXI.

Se observa una intensa discusión sobre el papel de las empresas en la prosperidad de nuestras sociedades. Muchas de las propuestas e ideas elaboradas hasta ahora ponen en cuestión el beneficio como motor de las compañías y abogan por que las empresas tengan un mayor compromiso con los problemas sociales y medioambientales que preocupan a consumidores, trabajadores, accionistas e inversores.

Se observa, en definitiva, una intensa discusión tanto en el plano académico como profesional, sobre el papel de las empresas en la prosperidad de nuestras sociedades. Muchas de las propuestas e ideas elaboradas hasta ahora ponen en cuestión el beneficio como motor de las compañías y abogan por que las empresas tengan un mayor compromiso con los problemas sociales y medioambientales que preocupan a consumidores, trabajadores, accionistas e inversores. El debate está abierto. La cuestión está sujeta a controversia y no es sencilla. ¿En qué dirección debe avanzar la empresa si quiere satisfacer las expectativas de la sociedad? ¿A quién deben dar cuenta los directivos, a las expectativas de la sociedad o a los intereses de sus propietarios, los accionistas? ¿Qué métricas utilizar? Hay más

preguntas importantes que respuestas convincentes pero en cualquier caso, estamos ante una cuestión central, un debate fundamental sobre el papel de la empresa-corporación en la sociedad del siglo XXI.

Propuestas de mejora de la gobernanza empresarial: ideas para la discusión

Del debate académico y profesional que se está produciendo sobre el papel, objetivos, diseño institucional y gobierno de la empresa surge un imperativo para la acción. La magnitud de los problemas detectados es enorme y está produciendo una pérdida de credibilidad y legitimidad de las empresas en las sociedades modernas. Hay que actuar y se necesitan nuevas ideas, nuevos modelos que apunten a propuestas de reforma de la empresa que permitan solucionar parcial o totalmente los problemas detectados. Hay muchas iniciativas en los medios y en la academia, pero no todas se encuentran bien fundamentadas. Las propuestas que se discuten hablan de responsabilidad social de las empresas, de crear valor compartido, de la importancia del propósito, de organizaciones de ganancias mutuas, de incorporar los objetivos de desarrollo sostenible a la misión de las empresas o de tener una visión de la compañía más centrada en el largo plazo que en los rendimientos a corto. El debate está abierto, y será necesario enriquecerlo con propuestas concretas que sean consistentes y que ayuden a avanzar.

Bajo las condiciones (restricciones) en el entorno económico donde actúan las empresas, de regulación pública para reducir las externalidades negativas y de competencia efectiva para satisfacer los intereses de los consumidores y propiciar la innovación, el papel de la empresa adquiere protagonismo propio y por ello, la gobernanza de la empresa debería considerar con atención los siguientes aspectos:

- La existencia de múltiples objetivos. El gobierno corporativo debe de reconocer que algunos accionistas e inversores tienen objetivos más amplios que los del beneficio, como la preocupación por el medio ambiente o el empleo. Bajo esta perspectiva, el gobierno

de la empresa debe de considerar aspectos como la misión y propósito de la empresa, los sistemas de creación y reparto de riqueza entre los distintos grupos de interés y las externalidades negativas medioambientales y retributivas que puedan generar.

- Valorar que hay un número creciente de accionistas e inversores (fondos de pensiones, inversores con propósito...) que invierten en las compañías con una perspectiva de permanencia. Por tanto, frente a una métrica de la rentabilidad empresarial en la práctica de muchas compañías, centrada en los resultados financieros trimestrales o de muy corto plazo, cabe una versión distinta que observe y evalúe los beneficios y la rentabilidad en el largo plazo. El diseño de incentivos para los equipos directivos debería entonces alinearse con este enfoque.

Una perspectiva de largo plazo incorpora y resulta compatible con decisiones que toman las empresas mejores del mundo. Estas empresas están preocupadas por la construcción de reputación e imagen, invierten en intangibles y consideran que la formación, el conocimiento y el compromiso de sus empleados son parte sustancial de su ventaja competitiva.

Esta perspectiva de largo plazo incorpora y resulta compatible con decisiones que toman las empresas mejores del mundo. Estas empresas están preocupadas por la construcción de reputación e imagen, invierten en intangibles y consideran que la formación, el conocimiento y el compromiso de sus empleados son parte sustancial de su ventaja competitiva. Para crear y ampliar la dotación de activos intangibles se requiere desarrollar una visión de largo plazo.

- En relación con el diseño de sistemas de incentivos para la alta dirección, resulta necesario que el gobierno de la empresa refuerce

el control del nivel y composición de las retribuciones por parte del consejo. Como regla general, resulta recomendable (Salas, 2007) reducir la conexión entre incentivos económicos y resultados financieros, sobre todo, cuando los buenos resultados dependen de situaciones de poder de mercado y falta de competencia en la industria.

En paralelo será preciso definir regulaciones y leyes, así como normas de conducta internas, para contrarrestar los incentivos de los decisores empresariales a extraer rentas, engañar y gestionar de forma inapropiada los riesgos económicos, financieros y medioambientales. Para que los directivos de la empresa interioricen con sus decisiones los efectos externos no deseables, el sistema de remuneración debe vincular las recompensas a la reducción de esas externalidades negativas.

- La estructura de los órganos de dirección. Hay que repensar la composición de los Consejos, dando entrada a colectivos que sean determinantes en la definición de la ventaja competitiva y condicionen su posición a largo plazo en los mercados. Cuando la aportación y conocimiento de los trabajadores se considere fundamental en el desarrollo de la posición competitiva de la empresa, deben establecerse fórmulas y mecanismos que garanticen su voz y presencia en el gobierno corporativo. Esta participación de los empleados en los órganos de decisión permitiría mantener la influencia de este colectivo en el proceso de negociación y reparto de los resultados obtenidos de la acción empresarial. Favorecería el compromiso y la equidad en el reparto de la riqueza creada. Por ello resulta urgente poner en marcha sistemas de participación financiera de los trabajadores para avanzar en el reconocimiento de la importancia de elementos intangibles como el compromiso de los empleados, su conocimiento y creatividad en la ventaja competitiva de la empresa.

Afrontamos nuevos tiempos y los retos están sobre la mesa. Una visión de la gestión ordinaria del beneficio a largo plazo en lugar de una perspectiva cortoplacista de la rentabilidad, un reconocimiento por parte de los directivos de las múltiples y nuevas sensibilidades de los accionistas e inversores, más voz y presencia de los trabajadores en los órganos de gobierno corporativo y una métrica que integre criterios de sostenibilidad y equidad, podrían servir de guía que ayudase a los directivos en el ejercicio de una gobernanza transformadora y sostenible. El debate está servido y no se debe soslayar. Habrá que seguir buscando nuevas formas de hacer y dirigir, nuevos mecanismos y métricas porque la sociedad, los ciudadanos y también un número creciente de accionistas e inversores, exigen cambios en las empresas. La credibilidad y legitimidad de la empresa como garante de prosperidad está en juego.

Referencias

- ACEMOGLU, D. (2021). CEOs are the problem. *The Jordan Times*. <https://www.jordantimes.com/opinion/daron-acemoglu/ceos-are-problem>
- ADMATI, A. (2017). A Skeptical View of Financialized Corporate Governance. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), pp. 131-150.
- ANDRÉS, J. y DOMÉNECH, R. (2015). *En busca de la prosperidad: Los retos de la sociedad española en la economía global del s. XXI*. Ediciones Deusto.
- BAYO, A. y ORTÍN, P. (2021). El papel de la empresa en el proceso de generación de desigualdades: una comparación internacional, *Papeles de Economía Española*, 167. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/03/PEE_167_Alberto-BAYO-MORIONES.pdf
- BLACKROCK (2021). *Pursuing long-term value for our clients*. Disponible en: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/2021-voting-spotlight-full-report.pdf>
- BUSINESS ROUNDTABLE (2021). *Our commitment*. Disponible en: <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>

- CALVERAS, A. y GANUZA, J. J. (2021). La desigualdad: la cara oscura de las plataformas digitales. *Papeles de Economía Española*, 167. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/03/PEE_167_ALEIX-CALVERAS.pdf
- FUNCAS (2021). La empresa española entre la eficiencia y la desigualdad: organización, estrategias y mercados. *Papeles de Economía Española*, 167. <https://www.funcas.es/revista/la-empresa-espanola-entre-la-eficiencia-y-la-desigualdad-organizacion-estrategias-y-mercados/>
- HUERTA, E. y SALAS, V. (2021). Salarios y rentas del capital en la empresa Española: enseñanzas sobre la desigualdad. *Papeles de Economía Española*, 167. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/03/PEE_167_Emilio-HUERTA.pdf
- MANKIW, N. G. (2020). C.E.O.s are qualified to make profits, not lead society. *The New York Times* 2020, 07/24/Business.
- MAYER, C., (2020). The Future of the Corporation and the Economics of Purpose. *Journal of Management Studies* <https://doi.org/10.1111/joms.12660>
- MEDRANO-ADÁN, L. (2021). Organización de la producción, eficiencia y desigualdad en modelos de elección ocupacional. *Papeles de Economía Española*, 167. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/03/PEE_167_Luis-MEDRANO-AD%C3%81N.pdf
- MORAL, M. J. (2021). Brecha salarial de género y tecnología en la industria española. *Papeles de Economía Española*, 167. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/03/PEE_167_Mar%C3%ADa-J.-MORAL.pdf
- PIKETTY, T. (2019). *Capital e Ideología*. Ed. Deusto.
- PUEYO, R. y GÓMEZ, M. (2021). La desigualdad en la agenda ESG o de la sostenibilidad empresarial. *Papeles de Economía Española*, 167. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/03/PEE_167_Ram%C3%B3n-PUEYO-VI%C3%91UALES.pdf
- RAJAN, R. (2020). *What should corporations do?* <https://theasset.com/index.php/article/41897>.
- SALAS, V. (2007). Economía del gobierno empresarial orientado a los interesados: el caso de la empresa intensiva en conocimiento. *Ekonomiaz*, 65, 2º trimestre.
- SALAS, V. (2020). Las Sociedades no Financieras en el Euro: Conocer la economía española aprendiendo de las empresas. *Documento de Trabajo UNIZAR*.
- SEBASTIÁN, C. (2016). *España estancada: Por qué somos tan ineficientes*. Ed. Galaxia Gutenberg.
- SEBASTIÁN, C. y SERRANO, G. R. (2012). El entorno de la actividad empresarial en España. Un análisis comparado con la OCDE. *Papeles de Economía Española*, 132, pp. 2-18. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_PEE/132art02.pdf
- STIGLIZ, J. E. (2019). Mis-measurement of inequality: a critical reflection and new insights. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 14 (4), pp. 891-921.
- WORLD INEQUALITY LAB, WIL (2017). *World Inequality Report 2018*.
- ZINGALES, L. (2017). Towards a Political Theory of the Firm. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31(3), pp. 113-130.

Evaluación para la mejora de la formación en educación financiera para universitarios*

*Inmaculada Domínguez** , Enrique Devesa*** , Robert Meneu**** , Borja Encinas** y Beatriz Rosado***

El Plan de Educación Financiera del Banco de España y la CNMV para el periodo 2018-2021 identificaba a los jóvenes universitarios como uno de los grupos en los que se debe intensificar este tipo de formación. Con este objetivo, en 2019 la Universidad de Extremadura y la Universidad de Valencia desarrollaron un proyecto cuyo objetivo fundamental era diseñar un programa formativo que permitiera a los jóvenes universitarios cubrir sus deficiencias en materia financiera. Posteriormente, en 2021, se ha llevado a cabo otro proyecto para evaluar el impacto de dicha formación mediante una encuesta a universitarios que realizaron el curso, así como a otros que no lo llevaron a cabo. Los resultados señalan que los universitarios que participaron en el programa formativo presentan mayor nivel de conocimientos financieros y un comportamiento financiero más adecuado. El trabajo de campo realizado ha permitido también recoger necesidades y propuestas de mejora por parte de los estudiantes universitarios.

La importancia de la educación financiera

Una de las definiciones de educación financiera más utilizada en la literatura es la de Lusardi y Mitchell (2014), que la entienden como “la capacidad de las personas para procesar la información económica y adoptar decisiones informadas sobre la

planificación financiera, la acumulación de riqueza, la deuda y las pensiones”.

El interés por formar en economía y finanzas a los ciudadanos no es reciente, pues los primeros programas de educación financiera surgieron en la década de los sesenta del siglo pasado (Bernheim, Garret y Maki, 2001). Sin embargo, es a partir de la crisis de 2008 cuando se hizo más evidente la

* Este trabajo forma parte de un proyecto que fue seleccionado por Funcas en la segunda convocatoria de ayudas a la investigación en educación financiera.

** Universidad de Extremadura.

*** Universidad de Valencia e Ivie.

**** Universidad de Valencia.

escasa formación financiera de la población en general, y se alertó sobre la necesidad de la misma.

La importancia de la educación financiera está ampliamente reconocida a nivel mundial. Según la OCDE (2016), la alfabetización financiera no solo produce ventajas en el terreno de las finanzas personales, sino que también contribuye a fomentar tanto la estabilidad y confianza en el sistema financiero como el crecimiento económico. En este sentido, algunos estudios (Fundación PwC y Fundación Contea, 2019; Domínguez-Martínez, 2017 y Foro de Expertos del Instituto Santa Lucía, 2016) sostienen que la falta de conocimientos financieros de la población fue uno de los factores que pudieron contribuir a agravar las consecuencias de la última Gran Recesión.

Por esta razón, desde el año 2008 diversas instituciones internacionales como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Comisión Europea (CE), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), vienen recomendando a sus países miembros que impulsen la puesta en marcha de diferentes iniciativas para promocionar la educación financiera (Cordero y Pedraja, 2018).

En España, los primeros pasos en este ámbito se dieron en el año 2008 mediante la asunción por parte del Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de la responsabilidad de impulsar programas nacionales de educación financiera. Posteriormente, se sumaron numerosas entidades financieras privadas creando una red de colaboradores del Plan Nacional de Educación Financiera.

Tanto la OCDE (2015) como la Comisión Europea (2007) señalan que la educación financiera debe comenzar en la escuela, para que las personas reciban esta educación tan pronto como sea posible. Por este motivo, los primeros planes de educación financiera desarrollados por el Banco de España y la CNMV (los de 2008-2012 y 2013-2017) centraron gran parte de los esfuerzos en iniciativas y proyectos dirigidos a la población en edad escolar.

La formación financiera para universitarios

El Plan de Educación Financiera del Banco de España y la CNMV 2018-2021 mantuvo como objetivo estratégico la promoción de la educación financiera en la etapa escolar, pero también planteó la necesidad de prestar una especial atención a aquellos colectivos con mayor necesidad de esta formación según los resultados de la *Encuesta de Competencias Financieras (ECF)* realizada en 2016.

La *ECF* puso de manifiesto que el porcentaje de respuestas correctas depende del nivel educativo de la persona entrevistada. Así, entre los individuos con educación universitaria o equivalente dicho porcentaje excede al de los de educación primaria entre 14 puntos porcentuales (en la pregunta sobre tipo de interés compuesto) y 22 puntos porcentuales en el resto. No obstante, la encuesta también refleja que un porcentaje muy elevado de los jóvenes universitarios responde incorrectamente, lo que evidencia que aun siendo universitarios muestran carencias importantes en formación financiera. Además, los jóvenes actuales no solo se enfrentarán a una mayor complejidad de los productos financieros, servicios y mercados; sino que, una vez sean adultos, posiblemente afrontarán más riesgos financieros que sus padres, consecuencia, entre otros, de los retos financieros derivados de la planificación del ahorro para la jubilación y la cobertura de sus necesidades de salud.

Por tanto, con independencia de que la educación financiera deba empezar en la escuela, también resulta imprescindible que dicha formación continúe en la universidad, desarrollando programas específicos que permitan aumentar la alfabetización financiera de los jóvenes universitarios.

En la actualidad, la población de estudiantes universitarios en España es aproximadamente de 1,6 millones. Formar financieramente a este colectivo garantiza que se está otorgando capacidades en finanzas a buena parte de la sociedad española. Además, debemos tener en cuenta que en aquellos casos donde el universitario es el que tiene mayor nivel educativo en su familia, este se convierte en el

punto de referencia para muchas decisiones financieras, por lo que dotarle de conocimientos financieros revertirá en toda la familia.

Casi el 56 % de los estudiantes universitarios encuestados manifestó tener un nivel bajo o muy bajo de conocimientos financieros y una inmensa mayoría, en torno al 91 %, consideraba que debía mejorar su formación en finanzas. Estos resultados reflejan claramente que es necesario ofertar este tipo de formación también a los universitarios.

Por ello, el Plan de Educación Financiera 2018-2021 ha considerado que es conveniente desarrollar iniciativas de educación financiera destinadas más específicamente, entre otros colectivos, a los jóvenes universitarios. A tal efecto, en el año 2019 un grupo de investigadores pertenecientes a la Universidad de Extremadura y la Universidad de Valencia firmaron un proyecto financiado por Funcas que llevaba por título *Educación financiera para universitarios. Diseño de una formación para la vida*.

Los objetivos principales de este proyecto fueron los siguientes:

- Evaluar los conocimientos financieros de los estudiantes de ambas universidades así como su opinión sobre la educación financiera. Para ello, se realizó una encuesta que permitiera detectar sus necesidades formativas en el campo de las finanzas.
- Tras el análisis de los resultados obtenidos, se diseñó un modelo formativo que permitiera a los jóvenes universitarios cubrir las deficiencias en materia financiera detectadas en la encuesta.

En lo que se refiere a la encuesta, los resultados más destacables son los siguientes:

- Casi el 56 % de los estudiantes universitarios encuestados manifestó tener un nivel bajo o muy bajo de conocimientos financieros y

una inmensa mayoría, en torno al 91 %, consideraba que debía mejorar su formación en finanzas. Estos resultados reflejan claramente que es necesario ofertar este tipo de formación a los universitarios.

- Los estudiantes universitarios encuestados otorgaron gran relevancia a la formación financiera, pues cerca del 80 % consideró que este tipo de formación es bastante o muy importante no solo para sus finanzas personales sino también para su futuro laboral. Además, casi el 63 % afirmó que sería positivo incluir una asignatura de educación financiera en su formación universitaria reglada.
- Los universitarios mostraron importantes carencias en conocimientos económicos y financieros básicos (tipos de interés, inflación, binomio rentabilidad/riesgo e índices bursátiles como el Ibex 35).

Tras la realización de la encuesta y una vez analizadas las necesidades formativas de los jóvenes universitarios, se procedió a diseñar el curso de educación financiera que, con una duración total de 3 créditos (30 horas), fue impartido de forma *online* para ampliar al máximo su difusión y, al mismo tiempo, facilitar su seguimiento. El número total de estudiantes que siguieron el curso se aproximó a los 250.

En cuanto a los contenidos, el programa formativo constaba de nueve temas y cada uno de ellos estaba compuesto por un vídeo resumen con las cuestiones fundamentales, el material docente, y un cuestionario que el alumno debía realizar al finalizar el estudio de cada tema. Los títulos de los temas que componían el curso eran los siguientes:

- Tema 1. ¿Qué es la educación financiera y por qué es importante?
- Tema 2. Nos acercamos a la economía
- Tema 3. Mi banco y yo
- Tema 4. Los medios de pago

- Tema 5. La financiación. Mi primer préstamo
- Tema 6. ¿Qué hacer cuando se tiene algo de dinero ahorrado?
- Tema 7. Sentirse seguro con los seguros
- Tema 8. Ahorro y pensiones. La Seguridad Social
- Tema 9. Como entender la letra pequeña

Evaluación y mejora del programa de educación financiera para universitarios

Uno de los principios inspiradores del Plan de Educación Financiera 2018-2021 hace referencia a la necesidad de medir y evaluar las iniciativas de educación financiera a través de cuestionarios de conocimientos, encuestas de satisfacción, etc. para conocer su grado de efectividad e identificar áreas de mejora.

Por este motivo la Universidad de Extremadura y la Universidad de Valencia firmaron un nuevo proyecto con Funcas con el objetivo principal de evaluar el impacto del programa de educación financiera que realizaron los estudiantes de ambas instituciones en dos aspectos: por un lado, en el nivel de conocimientos financieros adquiridos y, por otro, en su comportamiento financiero. Por ello, se han perseguido los siguientes subobjetivos:

- Evaluar el grado de aprendizaje alcanzado. Se pretende conocer si la acción formativa ha despertado en los participantes, áreas de interés que no conocían o ha reforzado alguno de los conocimientos que ya poseían. En definitiva, si ha mejorado su nivel de conocimientos financieros.
- Evaluar si los conocimientos financieros obtenidos en la acción formativa han contribuido a provocar cambios en su comportamiento financiero.

- Evaluar la satisfacción de los universitarios con la formación recibida.
- Evaluar la utilidad de la formación. Se ha valorado si lo que se ha aprendido se ha puesto o no en práctica; y si han mejorado las capacidades de los estudiantes universitarios para enfrentarse a decisiones, elecciones y problemas financieros en el ámbito personal, familiar y profesional, caso de estar trabajando.

Otro de los objetivos de este proyecto ha sido utilizar la información obtenida en la evaluación para realizar mejoras en el diseño e implementación de los programas de educación financiera para universitarios. Estas medidas de mejora se implementarán en sucesivas ediciones, puesto que se pretende seguir desarrollando nuevas ediciones de la formación en distintas universidades españolas.

El instrumento utilizado para evaluar el Programa “Educación financiera para universitarios. Una formación para la vida” fue un cuestionario *ad hoc*, cuyos resultados han sido analizados a través de estadísticos descriptivos y una regresión de mínimos cuadrados ordinarios.

En una primera fase se llevaron a cabo entrevistas personales con algunos estudiantes que habían realizado el curso de Educación Financiera al objeto de diseñar el cuestionario que mejor cumpliera con los objetivos perseguidos de evaluación de la formación realizada.

En la segunda fase se elaboró el cuestionario con tres bloques: uno relativo a los conocimientos adquiridos, otro a los comportamientos financieros y un tercero destinado a recoger propuestas de mejoras y necesidades para la formación.

El cuestionario se realizó de forma *online* a un total de 241 estudiantes, de los cuales 51 habían realizado el curso de educación financiera (grupo experimental) y 190 no lo habían cursado (grupo de control), con la intención de contrastar en qué medida la participación en la acción formativa se traduce en unos mejores resultados en cuanto a conocimientos y comportamiento financiero respecto

Cuadro 1

Características de los universitarios encuestados

EDAD	Grupo experimental		Grupo de control	
	Total	Porcentaje	Total	Porcentaje
18-19	2	3,9	61	32,1
20-21	16	31,4	80	42,1
22-23	15	29,4	27	14,2
24 o más	18	35,3	22	11,6
Total	51	100,0	190	100,0
SEXO	Total	Porcentaje	Total	Porcentaje
Hombre	26	51,0	84	44,2
Mujer	25	49,0	106	55,8
Total	51	100,0	190	100,0

Fuente: Elaboración propia.

a quienes no la hayan cursado. En el cuadro 1 se recogen las características de los estudiantes universitarios encuestados.

Impacto sobre los conocimientos financieros

Para medir el grado de conocimientos financieros de los estudiantes universitarios, el cuestionario recogía ocho preguntas sobre los contenidos de los distintos temas impartidos en el curso. La puntuación en conocimientos financieros de cada uno de los encuestados es la suma de los puntos obtenidos en cada una de las ocho preguntas. Para las respuestas correctas se ha asignado el valor 1, mientras que para las incorrectas o no sabe/no contesta se ha asignado el valor cero. Por lo tanto, la puntuación mínima en conocimientos es cero y la máxima es 8.

En el gráfico 1, se puede observar que en el grupo experimental el porcentaje de encuestados que han obtenido una calificación alta (≥ 6 puntos) es del 45,2 %, mientras que en el grupo de control este porcentaje apenas supera el 21 %. Por el contrario, los encuestados del grupo experimental que han obtenido una calificación baja (≤ 3 puntos)

son el 11,7 %, superando el 45 % en el grupo de control.

En el grupo experimental el porcentaje de encuestados que han obtenido una calificación alta (≥ 6 puntos) es del 45,2 %, mientras que en el grupo de control este porcentaje apenas supera el 21 %. Por el contrario, los encuestados del grupo experimental que han obtenido una calificación baja (≤ 3 puntos) son el 11,7 %, superando el 45 % en el grupo de control.

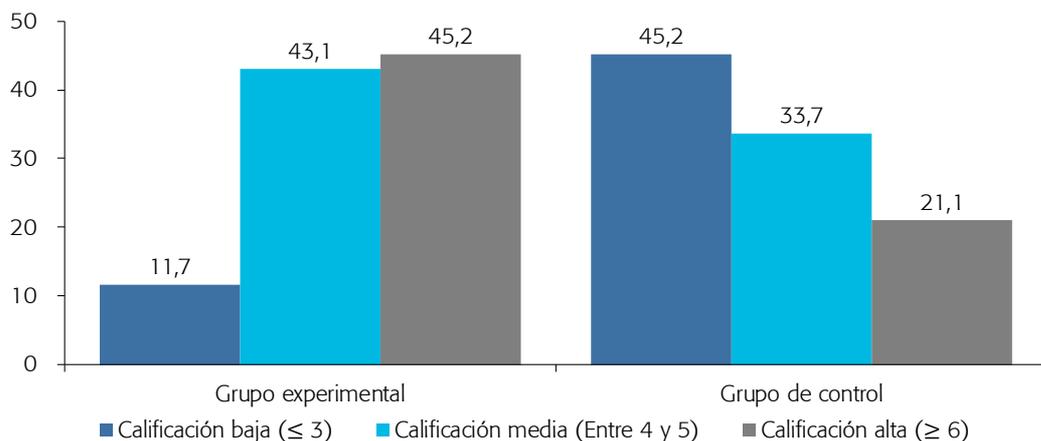
En el gráfico 2, se observa que la puntuación media del grupo experimental es 5, mientras que en el grupo de control se sitúa en 3,8. Atendiendo a las características demográficas de las personas encuestadas, se aprecia que la puntuación de las mujeres es inferior a la de los hombres, siendo la diferencia más amplia en el grupo de control (0,9 puntos porcentuales) que en el grupo experimental (0,6 puntos porcentuales).

Al analizar la puntuación media por grupos de edad, podemos apreciar que existen patrones de respuestas diferenciados entre el grupo de control

Gráfico 1

Respuestas correctas a preguntas sobre conocimientos financieros

(Porcentaje)



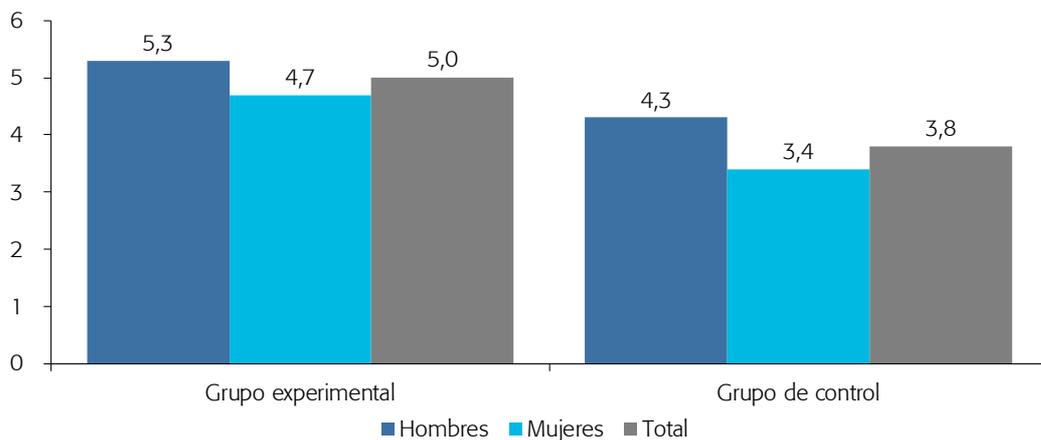
Fuente: Elaboración propia.

y el grupo experimental (gráfico 3). En el grupo de control la puntuación media por edades es de 3,9 en todos los casos, excepto en el grupo de 18-19 años que es algo inferior (3,6 puntos). Por lo que se refiere al grupo experimental, las puntuaciones medias por edades sí presentan notables diferencias: las puntuaciones más altas las obtiene el grupo de 18-19 años (6,5 puntos) y el grupo de 24 o más años (5,4 puntos).

El análisis individual de las ocho preguntas sobre conocimientos financieros permite observar que en siete de ellas el porcentaje de respuestas correctas en el grupo experimental es muy superior al del grupo de control y que en algunos casos las diferencias se sitúan por encima de los 20 puntos porcentuales. Por ejemplo, en el grupo de control el porcentaje que responde correctamente a la pregunta relacionada con la inflación es tan solo del

Gráfico 2

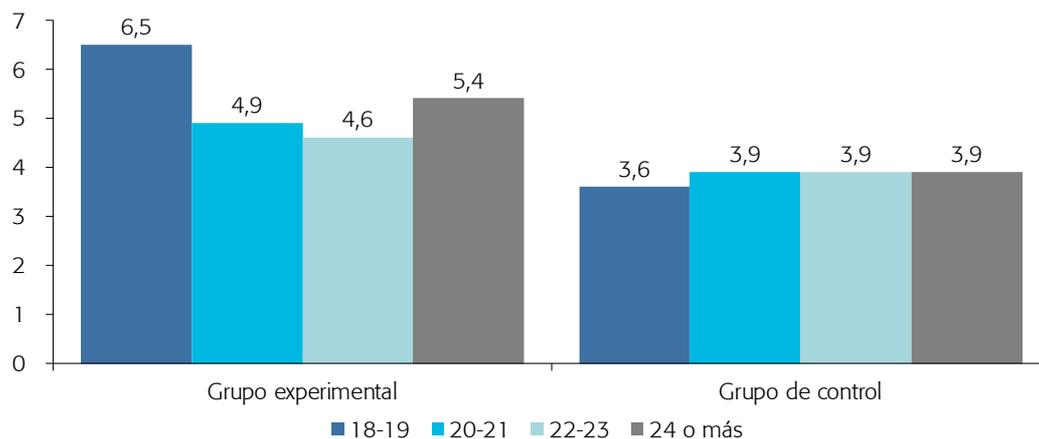
Puntuación media a preguntas sobre conocimientos financieros por sexo



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 3

Puntuación media a preguntas sobre conocimientos financieros por grupos de edad



Fuente: Elaboración propia.

32 %, mientras que en el grupo experimental se eleva hasta el 53 %. El resultado más llamativo es el obtenido en la pregunta sobre los tipos de interés y su influencia sobre la inflación y el crecimiento económico. El porcentaje de respuestas correctas es muy bajo en ambos grupos, en torno al 22 %, y, además, los mejores resultados, aunque la diferencia es tan solo de 2 puntos porcentuales, se obtienen entre los entrevistados del grupo de control.

Impacto sobre el comportamiento financiero

Para valorar el comportamiento financiero de los universitarios y la influencia que sobre el mismo haya podido tener la participación en el curso de educación financiera, la encuesta aplicada contenía siete preguntas, entre las cuales cabe destacar las relacionadas con la actitud hacia el ahorro, la inversión y el endeudamiento.

En lo que se refiere a la actitud ante el ahorro, los resultados muestran que una amplia mayoría de los universitarios consideran razonable ahorrar y por ello se marcan metas e incluso están dispuestos a recortar sus gastos para lograrlas. Esta valoración positiva del ahorro alcanza el 90 % entre los encuestados del grupo de control y llega hasta el 98 % en el grupo

experimental (gráfico 4). Los que afirman no tener ningún interés en ahorrar solo están presentes en el grupo de control y con una escasa representa-

En cuanto a la importancia que dan los universitarios a los factores más relevantes a la hora de tomar una decisión de inversión, se observa que los encuestados del grupo de control se identifican más con las inversiones más seguras y, por tanto, presentan una mayor aversión al riesgo. Es decir, este resultado coincide con los trabajos que afirman que, en general, la tolerancia al riesgo financiero aumenta con el nivel de educación financiera.

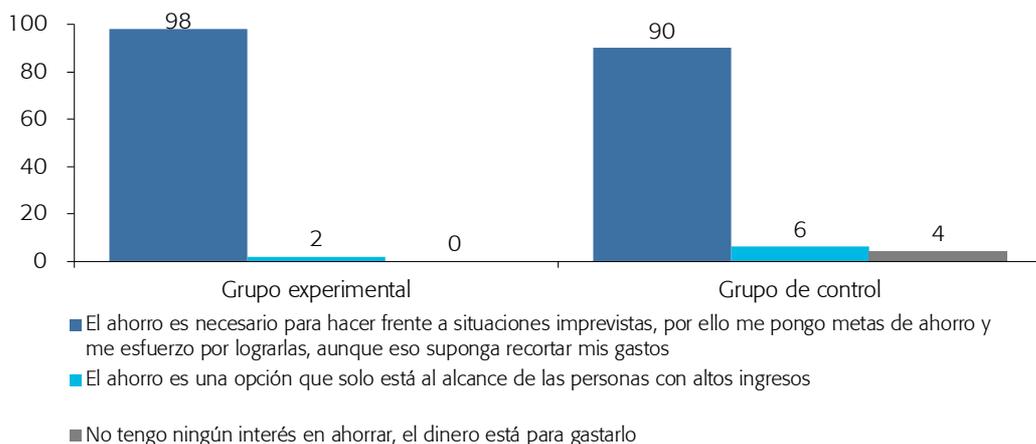
ción del 4 %. Este resultado estaría en línea con las conclusiones de trabajos previos, como por ejemplo Mancebón, Ximénez-de-Embún y Villar-Aldonza (2020), que analizan para el caso español la influencia del nivel de alfabetización financiera sobre el ahorro y concluyen que, en general, esta influye fomentando el ahorro.

La pregunta sobre inversión tenía como objetivo conocer la importancia que dan los universitarios a los tres factores más relevantes que se deben tener

Gráfico 4

¿Cuál es tu actitud ante el ahorro?

(Porcentaje)



Fuente: Elaboración propia.

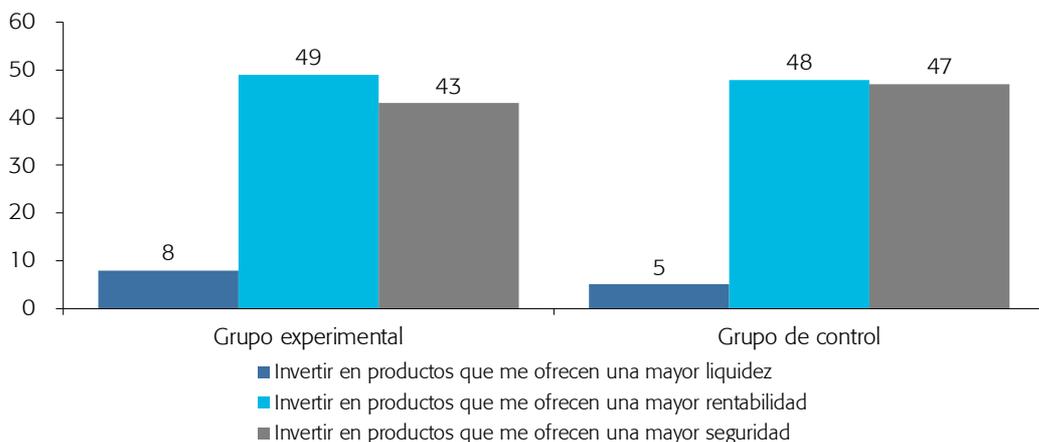
en cuenta a la hora de tomar una decisión de inversión: rentabilidad, seguridad y liquidez. En el gráfico 5, podemos observar que no existen diferencias significativas entre los encuestados del grupo experimental y del grupo de control, pero sí se aprecia que estos últimos se identifican más con las inversiones más seguras y, por tanto, presentan una mayor aversión

al riesgo. Es decir, este resultado coincide con los trabajos que afirman que, en general, la tolerancia al riesgo financiero aumenta con el nivel de educación financiera y, por lo tanto, con la familiaridad o conocimiento de las cuestiones relativas a la inversión, lo que contribuye a la aceptación de los riesgos asociados a ella (Bannier y Schwarz, 2016).

Gráfico 5

¿Con cuál de las siguientes actitudes hacia la inversión te identificas más?

(Porcentaje)

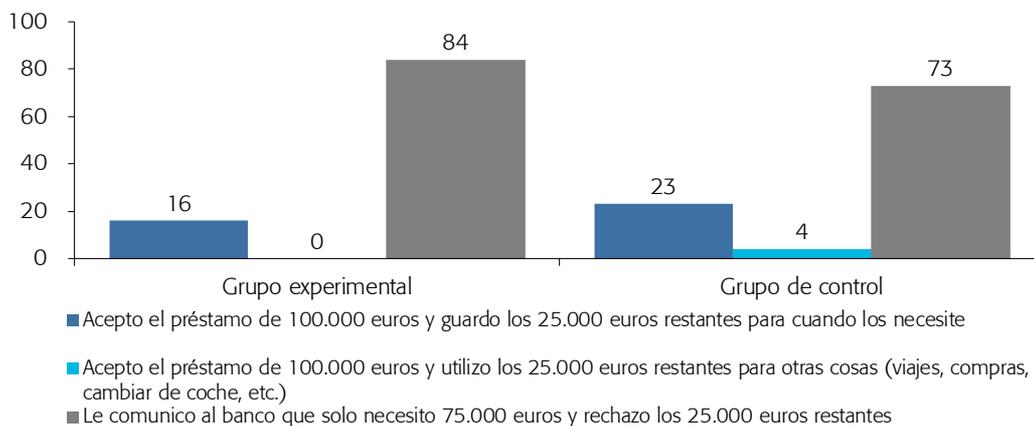


Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 6

Imagina que vas a comprar una vivienda y necesitas un préstamo de 75.000 euros. El banco te ofrece un préstamo de 100.000 euros, ¿con cuál de las siguientes opciones te identificas más?

(Porcentaje)



Fuente: Elaboración propia.

Los resultados del análisis de regresión muestran que la realización del curso de educación financiera afecta positivamente al nivel de conocimientos financieros, pero el impacto sobre el comportamiento financiero es más limitado.

Para conocer la actitud de los jóvenes universitarios ante el endeudamiento, se les planteó la siguiente pregunta: "Imagina que vas a comprar una vivienda y necesitas un préstamo de 75.000 euros. El banco te ofrece un préstamo de 100.000 euros ¿Con cuál de las siguientes opciones te identificas más?" El objetivo de esta pregunta era averiguar si la instrucción financiera recibida por los jóvenes del grupo experimental había tenido efectos sobre sus decisiones de endeudamiento. En el gráfico 6, se aprecia que el 84 % de los jóvenes del grupo experimental rechazarían endeudarse por encima de lo que necesitan, frente al 73 % del grupo de control. Este resultado estaría en línea con el trabajo de Brown *et al.* (2016), que analiza los efectos de la educación financiera sobre el endeudamiento de los jóvenes. Los resultados sugirieron que los programas de educación financiera tendrían un impacto significativo en las decisiones

financieras de los jóvenes, pero los efectos dependían del contenido de estos programas.

Satisfacción y utilidad de la formación recibida

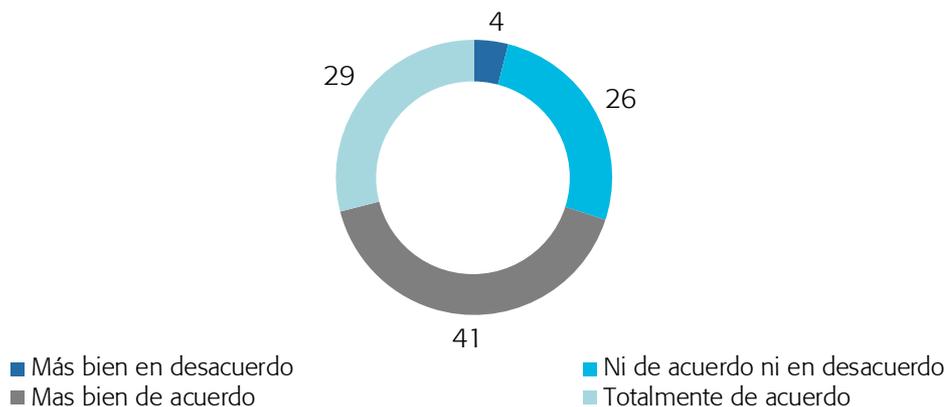
La encuesta aplicada incluía un último bloque de preguntas que solo debían responder los universitarios del grupo experimental, ya que su finalidad era conocer su grado de satisfacción con el curso de educación financiera que habían realizado y la utilidad de los conocimientos adquiridos. En definitiva, con estas preguntas se trataba de valorar la transferencia real de dichos conocimientos a las decisiones del día a día.

En lo que se refiere a la satisfacción con la formación recibida, el 70 % de los encuestados manifestaron estar "totalmente de acuerdo" o "más bien de acuerdo" en que haber realizado el curso de educación financiera para universitarios había mejorado sus conocimientos en materia financiera y económica. El 26 % respondieron que "ni de acuerdo ni en desacuerdo" y solo un 4 % se mostró "más bien en desacuerdo" (gráfico 7).

Gráfico 7

Haber realizado el curso de educación financiera para universitarios ha mejorado mis conocimientos en materia financiera y económica

(Porcentaje)



Nota: La pregunta podía contestarse también con la opción "Totalmente en desacuerdo" pero ningún participante la eligió.

Fuente: Elaboración propia.

Modelos de regresión

Para medir el impacto que ha tenido la formación recibida sobre los conocimientos y comportamiento financiero de los estudiantes, también se han realizado dos regresiones de mínimos cuadrados ordinarios.

En la primera regresión se ha utilizado como variable dependiente el número de aciertos en las ocho preguntas dirigidas a cuantificar la alfabetización o conocimientos financieros y como independientes tres variables binarias: haber realizado el curso de educación financiera, haber realizado estudios relacionados con la economía o la empresa y el género. Los resultados obtenidos (cuadro 2) muestran que haber realizado el curso de educación financiera afecta positivamente al conocimiento financiero: el coeficiente es positivo y estadísticamente significativo con $t = 2,95$ ($p < 1\%$).

En el segundo modelo de regresión se ha utilizado como variable dependiente el número de respuestas que se consideran propias de un buen comportamiento financiero. Igual que en el modelo de regresión anterior, se toman tres variables independientes binarias: haber realizado el curso de

educación financiera, haber realizado estudios relacionados con la economía y el género. En el cuadro 3, podemos apreciar que haber realizado el curso de educación financiera influye positivamente en el comportamiento financiero de las personas, aunque en este caso el impacto es más limitado que sobre los conocimientos: el coeficiente es positivo y estadísticamente significativo con $t = 3,18$ ($p < 1\%$). Sin embargo, el impacto de haber cursado estudios de economía sobre el comportamiento financiero no es estadísticamente significativo.

Implementación de mejoras

Como se ha indicado anteriormente, el segundo gran objetivo de este proyecto era utilizar la información obtenida en el bloque de evaluación para realizar propuestas de mejora en el diseño e implementación de los programas de educación financiera para universitarios. Estas medidas de mejora se implementarán en sucesivas ediciones, puesto que se pretende seguir desarrollando nuevas convocatorias en distintas universidades del territorio español.

Ante la pregunta sobre qué cuestiones o temas consideraban los universitarios que deberían

Cuadro 2

Impacto de la formación recibida sobre los conocimientos financieros mediante regresión MCO

Variable	Coefficientes	Estadístico t
Constante	3,2918	17,8536
Ha realizado el curso de Educación financiera para universitarios	0,9392	2,9495***
Ha cursado formación en Economía con anterioridad a la universidad	0,7855	2,5052***
Hombre	0,8517	3,4191***
Total R ²	0,11	
Total F	11,41***	

***p < 0,01; **p < 0,05; *p < 0,10

Fuente: Elaboración propia.

incluirse en posteriores ediciones del curso, y como se puede observar en el gráfico 8, del total de universitarios que realizaron el curso sobre educación financiera, el 92 % consideran relevante que en una próxima edición se incluya contenidos acerca de cómo hacer la declaración de la renta; el 76 % entienden que podría ser importante entender una nómina y el 71 % cómo elegir una hipoteca. Resulta llamativo que tan solo el 47 % de los jóvenes tenga interés en recibir formación sobre cómo hacerse autónomos. No obstante, este resultado está en la línea del último Informe sobre Jóvenes y Mercado de Trabajo publicado

por el Ministerio de Trabajo y Economía Social (2021); según el cual, a 31 de marzo de 2021, el número de jóvenes entre 16 y 30 años afiliados al régimen especial de trabajadores autónomos (RETA) apenas superaba los 265.000. Esta cifra es una de las más bajas de los últimos 14 años y representa un descenso cercano al 40 % con respecto a 2007¹.

En el gráfico 9 se recogen las preferencias por sexo y, de nuevo, se observa que recibir formación sobre cómo hacerse autónomo es el tema que menos interesa. En el caso de los hombres, solo un

Cuadro 3

Impacto de la formación recibida sobre el comportamiento financiero mediante regresión MCO

Variable	Coefficientes	Estadístico t
Constante	3,7243	31,7181
Ha realizado el curso de Educación Financiera para universitarios	0,6456	3,1835***
Ha cursado formación en Economía con anterioridad a la universidad	-0,1701	-0,8514
Hombre	0,2707	1,7067*
Total R ²	0,0422	
Total F	4,55***	

***p < 0,01; **p < 0,05; *p < 0,10

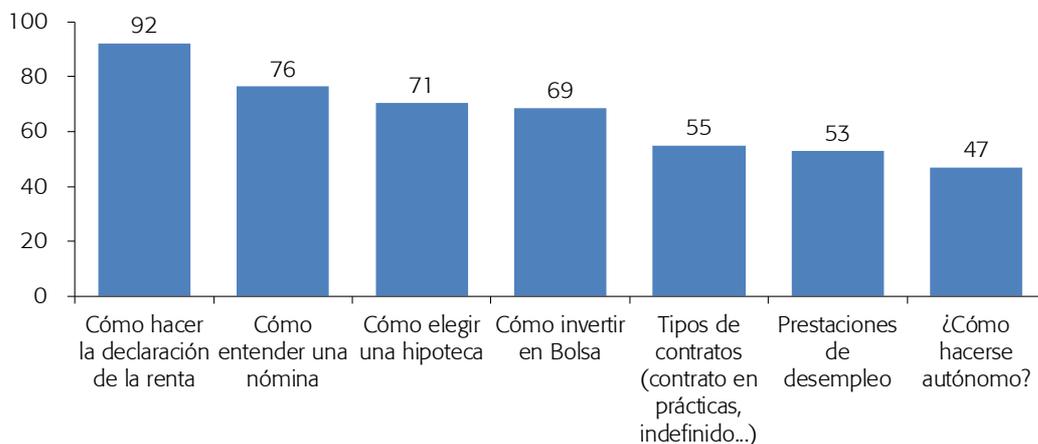
Fuente: Elaboración propia.

¹ En 2007 los jóvenes autónomos representaban el 13,9 % del total de afiliados al RETA, mientras que en marzo de 2021 su peso era tan solo del 8,1 %.

Gráfico 8

Indícanos qué temas o cuestiones consideras que deberían incluirse en posteriores ediciones del curso de Educación Financiera

(Porcentaje)



Fuente: Elaboración propia.

50 % están interesados en este tema y entre las mujeres el porcentaje es aún más bajo, un 44 %.

de manifiesto que los universitarios españoles muestran carencias importantes en cultura financiera. Formar financieramente a este colectivo garantiza que se está otorgando capacidades en finanzas a buena parte de la sociedad española. Además, debemos tener en cuenta que en aquellos casos donde el universitario es el que tiene mayor nivel educativo en su familia, éste se convierte en el punto de referencia para muchas decisiones familiares, por lo que dotar al universitario de conocimientos financieros revertirá en toda la familia.

Dentro de las múltiples iniciativas que todos los años se ponen en marcha en materia de educación financiera, en 2019 la Universidad de Extremadura y la Universidad de Valencia firmaron un proyecto financiado por Funcas cuyo objetivo fundamental era diseñar un programa formativo que permitiera a los jóvenes universitarios cubrir sus deficiencias en materia financiera.

Conclusiones

Son muchos los estudios que han puesto de manifiesto que la alfabetización financiera no solo aporta beneficios a las personas (permite valorar adecuadamente los riesgos, evitar el sobreendeudamiento, fomentar el ahorro, planificar la jubilación, etc.), sino también a la economía de un país (permite fomentar la estabilidad y confianza en el sistema financiero) y a la sociedad en su conjunto. Por ello, no resulta extraño que cada vez haya más países que otorgan un rol central a la educación financiera y realizan grandes esfuerzos por promover programas y cursos que permitan mejorar los conocimientos y competencias financieras de sus ciudadanos.

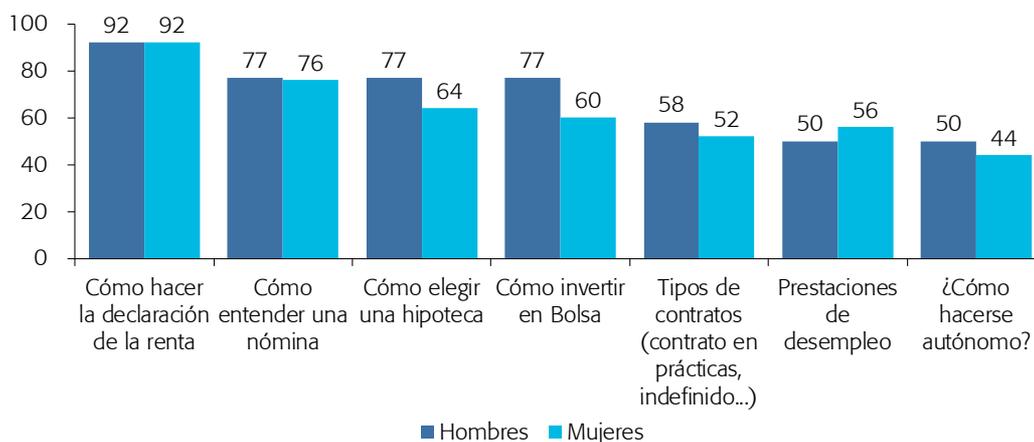
La formación financiera se debe iniciar cuanto antes y estar presente en todos los sectores de la población, pero especialmente en aquellos que por diversas circunstancias muestran unas mayores deficiencias. En este sentido, la *Encuesta de Competencias Financieras* realizada en 2016 puso

El objetivo fundamental de este trabajo ha sido evaluar el impacto de dicho programa formativo en dos aspectos: por un lado, en el nivel de instrucción financiera alcanzado por los universitarios que participaron en el mismo y, por otro, en su comportamiento financiero. Otro de los objetivos ha sido

Gráfico 9

Indícanos qué temas o cuestiones consideras que deberían incluirse en posteriores ediciones del curso de Educación Financiera (análisis por sexo)

(Porcentaje)



Fuente: Elaboración propia.

conocer el grado de satisfacción de los universitarios instruidos en cuanto a la utilidad y aplicabilidad de los conocimientos adquiridos. También se perseguía con este trabajo obtener propuestas de mejoras por parte de los estudiantes que realizaron el curso para poder acercarnos con ello a la formación que éstos demandan.

Para alcanzar nuestro objetivo, y tras la realización de entrevistas personales, se diseñó una encuesta *ad hoc* en la que participaron un total 241 estudiantes, de los cuales 51 habían realizado el curso de educación financiera (grupo experimental) y 190 no lo habían cursado (grupo de control), con la intención de contrastar en qué medida la participación en la acción formativa se ha traducido en unos mejores resultados en cuanto a conocimientos y comportamiento financiero respecto a quienes no la han cursado.

Las principales conclusiones que se pueden obtener de la evaluación realizada son las siguientes:

- En lo que se refiere al nivel de conocimientos financieros, el porcentaje de estudiantes del grupo experimental que obtienen una calificación alta (≥ 6 puntos sobre un máximo de 8

puntos) es del 45,2 %, frente al 21 % del grupo de control. Por el contrario, los encuestados del grupo experimental que obtienen una calificación baja (≤ 3 puntos) es del 11,7 %, superando el 45 % en el grupo de control. En consecuencia, la puntuación media del grupo experimental es 5,1, mientras que en el grupo de control se sitúa en 3,8.

- Entre los encuestados del grupo experimental, el porcentaje de respuestas que se consideran propias de un buen comportamiento financiero es mayor que en el grupo de control. Por ejemplo, el 98 % de los que realizaron el curso de educación financiera consideran que ahorrar es importante y por ello se ponen metas e incluso están dispuestos a recortar sus gastos para lograrlas. En el grupo de control esta valoración positiva del ahorro se reduce hasta el 90 %. Los que afirman no tener ningún interés en ahorrar solo están presentes en el grupo de control con una representación del 4 %. También existen diferencias en su comportamiento frente al endeudamiento. El 84 % de los jóvenes del grupo experimental rechazarían endeudarse por encima de lo que necesitan, frente al 73 % del grupo de control.

- En lo que se refiere a la satisfacción con la formación recibida, el 70 % de los encuestados manifestaron estar “totalmente de acuerdo” o “más bien de acuerdo” en que haber realizado el curso de educación financiera para universitarios ha mejorado sus conocimientos en materia financiera y económica. El 26 % respondieron que “ni de acuerdo ni en desacuerdo” y solo un 4 % se mostró “más bien en desacuerdo”. Además, los jóvenes instruidos afirman que los conocimientos adquiridos le han sido útiles en su toma de decisiones tanto en el ámbito personal y familiar (75 %) como en el ámbito profesional (63 %).
- Los universitarios que realizaron el curso consideran que deberían incluirse en la formación contenidos acerca de cómo realizar la declaración de la renta, cómo entender una nómina y cómo elegir una hipoteca. Destaca el escaso interés que muestran en obtener formación de cómo hacerse autónomos.

Referencias

- BANNIER, C. y SCHWARZ, M. (2016). Gender differences in financial risk taking: the role of financial literacy and risk tolerance. *Economics Letters*, 145, pp. 130-135. Disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2748589>
- BERNHEIM, B., GARRETT, M. y MAKI, D. (2001): Education and Saving: The long term effects of high school financial curriculum mandates. *Journal of Public Economics*, 80(3), 4, pp.35–465.
- BROWN, M., GRIGSBY, J., VAN DER KLAUW, W., WEN, J., y ZAFAR, B. (2016): Financial education and the debt behavior of the young. *The Review of Financial Studies*, 29 (9), pp. 2490-2522.
- CNMV y BANCO DE ESPAÑA (2018): Plan de Educación Financiera 2018-2021. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PlanEducCNMV.aspx>
- COMISIÓN EUROPEA (2007): “La educación financiera”, Comunicado COM(2007) 808 final. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52007DC0808&from=ES>
- CORDERO, J. M. y PEDRAJA, F. (2018). La educación financiera en el contexto internacional. *Cuadernos Económicos del ICE*, 95, pp. 239-257.
- DOMÍNGUEZ-MARTÍNEZ, J. M. (2017). Los programas de educación financiera: aspectos básicos y referencia al caso español. *E-Pública*, 20, pp. 19-60. Disponible en: http://e-publica.unizar.es/wpcontent/uploads/2017/02/17102-version-definitiva_v2.pdf
- FORO DE EXPERTOS INSTITUTO SANTALUCÍA (2016). 10 consejos para inversores novatos. Disponible en: <https://institutosantalucia.es/consejos-inversores-novatos-educacion-financiera/>
- FUNDACIÓN PwC y FUNDACIÓN CONTEA (2019). ¿Por qué educar en economía familiar y empresarial? Informe sobre la educación económico-financiera en las aulas españolas. Disponible en: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/tercer-sector/educacion-economico-financiera-pwc-contea.pdf>
- LUSARDI, A. y MITCHELL, O. S. (2014): The economic importance of financial literacy: theory and evidence, *Journal of Economic Literature*, 52(1), pp. 5-44. Disponible en: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jel.52.1.5>
- MANCEBÓN TORRUBIA, M. J., XIMÉNEZ-DE-EMBÚN, D. P. y VILLAR-ALDONZA, A. (2020). Habilidades financieras y hábitos financieros saludables: un análisis a partir de la Encuesta de Competencias Financieras. *Cuadernos de Información Económica*, 275, pp. 55-69. Disponible en: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/275art08.pdf
- MINISTERIO DE TRABAJO Y ECONOMÍA SOCIAL (2021). Informe Jóvenes y Mercado de Trabajo. Junio de 2021. Disponible en: https://www.mites.gob.es/ficheros/ministerio/sec_trabajo/analisis_mercado_trabajo/jovenes/2021/Junio_2021.pdf
- OCDE (2015). National Strategies for Financial Education: OECD/INFE Policy Handbook. Paris: OECD Publishing. Disponible en: <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/National-Strategies-Financial-Education-Policy-Handbook.pdf>
- OCDE (2016): OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies. Disponible en: www.oecd.org/finance/OECD-INFE-International-Survey-of-Adult-Financial-Literacy-Competencies.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					
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales											
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	5,1	5,4	3,4	3,8	-2,2	10,3	11,9	12,0	4,9	0,1	
2022	5,6	4,9	2,4	9,4	9,6	9,3	9,6	8,6	5,2	0,4	
2023	3,5	3,2	0,4	7,1	7,6	6,7	5,2	4,8	3,3	0,2	
2020	I	-4,3	-5,0	2,2	-2,9	-1,4	-4,5	-7,1	-5,1	-3,5	-0,9
	II	-21,5	-24,1	2,7	-22,2	-20,3	-24,4	-38,3	-31,6	-18,2	-3,3
	III	-8,7	-8,9	3,6	-7,3	-7,8	-6,8	-19,7	-14,5	-6,4	-2,2
	IV	-8,8	-10,0	4,7	-5,7	-8,8	-2,4	-15,3	-9,5	-6,5	-2,3
2021	I	-4,3	-6,2	3,8	-2,6	-9,7	5,2	-7,3	-3,8	-3,0	-1,2
	II	17,7	23,1	3,7	18,5	9,2	29,3	39,4	38,9	17,3	0,4
	III	3,4	2,7	3,1	-0,6	-6,7	6,0	14,8	12,2	2,5	0,9
	IV	5,6	5,3	2,9	2,5	0,3	4,8	10,0	8,2	4,9	0,7
2022	I	7,0	8,2	2,9	4,6	5,7	3,6	11,4	9,9	6,4	0,6
	II	6,8	4,2	2,5	10,3	10,3	10,3	12,3	7,7	5,2	1,5
	III	5,3	4,4	2,4	12,2	13,0	11,5	7,5	8,0	5,4	-0,1
	IV	3,5	3,2	1,6	10,6	9,3	12,0	7,6	8,7	3,8	-0,3
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales											
2020	I	-5,4	-6,2	1,2	-3,0	-2,2	-3,9	-8,3	-5,5	-4,3	-1,1
	II	-17,7	-20,0	0,8	-19,9	-18,4	-21,5	-32,7	-27,6	-15,2	-2,4
	III	16,8	21,0	1,1	20,6	16,5	25,3	30,0	26,5	15,4	1,4
	IV	0,2	-0,8	1,4	0,6	-1,8	3,2	5,6	4,5	-0,1	0,3
2021	I	-0,7	-2,2	0,4	0,1	-3,2	3,6	0,3	0,4	-0,6	0,0
	II	1,2	4,9	0,8	-2,5	-1,4	-3,5	1,3	4,5	2,1	-0,9
	III	2,6	1,0	0,5	1,2	-0,4	2,7	7,1	2,2	1,0	1,6
	IV	2,4	1,6	1,2	3,7	5,5	2,0	1,1	0,8	2,3	0,1
2022	I	0,6	0,5	0,4	2,2	2,0	2,5	1,6	2,0	0,7	-0,1
	II	1,0	1,0	0,4	2,8	3,0	2,7	2,1	2,5	1,1	-0,1
	III	1,3	1,2	0,4	2,9	2,0	3,8	2,5	2,5	1,3	0,0
	IV	0,6	0,5	0,4	2,3	2,0	2,5	1,2	1,5	0,7	-0,1
	Precios corrientes (mm euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes									
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	1.203	58,1	18,7	19,4	9,7	9,7	35,2	32,4	97,3	2,7	
2019	1.244	57,3	18,8	20,1	10,4	9,7	35,0	32,0	97,1	2,9	
2020	1.122	56,0	21,9	20,3	10,6	9,7	30,6	29,1	98,5	1,5	
2021	1.197	56,5	21,5	20,2	10,0	10,1	33,7	32,7	99,0	1,0	
2022	1.290	56,7	20,8	20,9	10,4	10,4	35,2	34,3	99,1	0,9	
2023	1.362	56,5	20,0	21,5	10,9	10,7	35,7	34,4	98,7	1,3	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

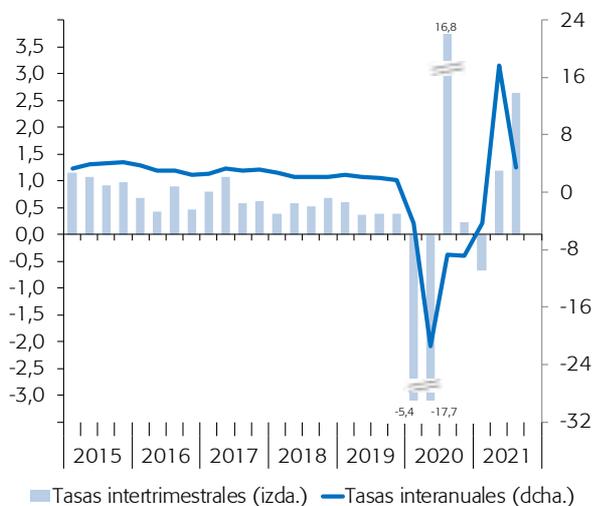


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

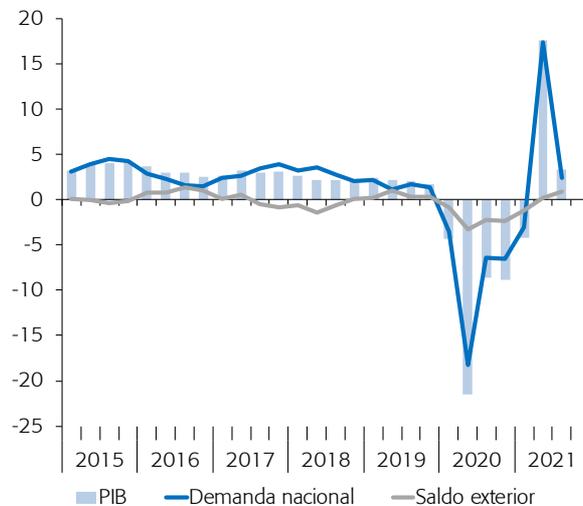


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

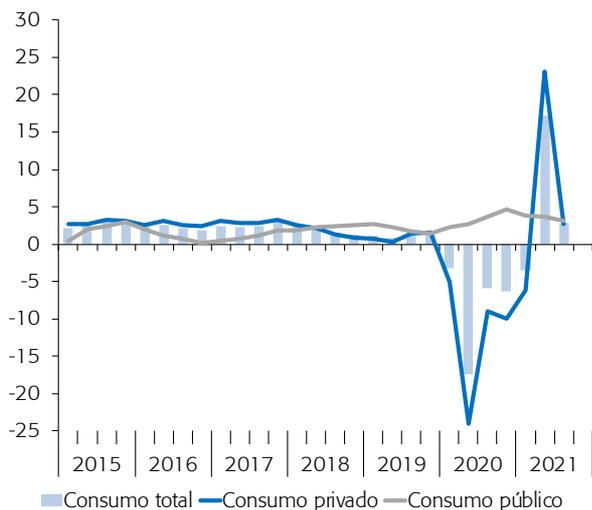
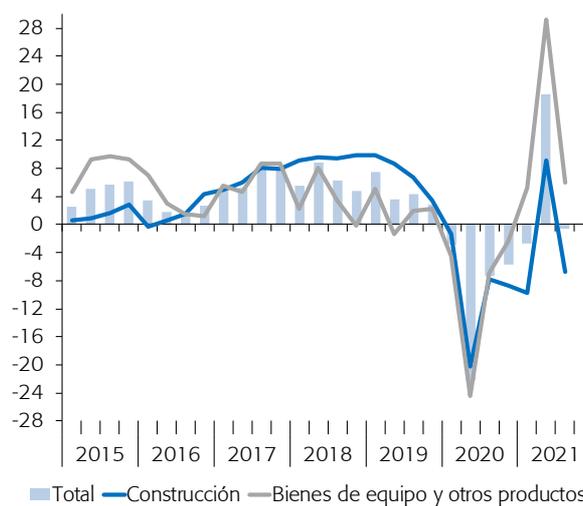


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



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		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales										
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	2,3	7,5	0,0	-1,1	2,3	2,6	1,7	2,9	2,1	
2019	2,2	-2,5	1,4	0,7	5,3	2,3	1,3	2,6	1,1	
2020	-10,8	4,3	-10,1	-12,1	-11,3	-11,5	-0,1	-15,1	-11,0	
2021 (a)	4,7	-5,9	6,7	8,1	-3,8	5,4	3,9	6,0	6,9	
2019 IV	1,9	-5,5	1,4	1,2	3,3	2,2	0,9	2,6	-0,1	
2020 I	-4,1	0,2	-5,6	-7,0	-2,9	-4,1	-1,1	-5,0	-6,3	
II	-21,7	6,7	-24,8	-29,2	-25,1	-21,8	-1,2	-28,4	-19,9	
III	-8,7	3,1	-5,8	-6,9	-7,4	-9,8	0,2	-13,0	-8,7	
IV	-8,8	7,3	-4,4	-5,3	-9,6	-10,3	1,8	-14,1	-8,9	
2021 I	-4,5	-2,5	0,0	-0,6	-11,0	-5,0	3,7	-7,9	-1,3	
II	17,3	-6,3	23,5	29,1	11,2	17,7	5,0	23,3	21,8	
III	3,5	-8,7	0,1	0,8	-8,5	5,8	3,0	6,9	2,2	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales										
2019 IV	0,5	-0,1	-0,6	-0,4	0,3	0,8	0,4	0,9	-0,9	
2020 I	-5,4	1,7	-5,9	-7,1	-4,3	-5,6	-1,6	-6,9	-5,5	
II	-18,0	3,7	-19,9	-23,8	-22,1	-18,1	0,3	-24,3	-14,2	
III	17,1	-2,1	25,7	32,0	23,9	15,8	1,2	22,3	13,6	
IV	0,4	4,0	0,9	1,4	-2,2	0,3	1,9	-0,3	-1,1	
2021 I	-1,0	-7,6	-1,5	-2,5	-5,7	-0,1	0,2	-0,3	2,4	
II	0,7	-0,3	-1,2	-1,1	-2,7	1,5	1,6	1,4	5,9	
III	3,4	-4,7	2,0	3,1	2,0	4,1	-0,8	6,0	-4,7	
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios básicos								
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	1.089	3,0	16,0	12,2	5,9	75,0	18,1	56,9	10,5	
2019	1.128	2,9	16,0	12,1	6,3	74,9	18,1	56,8	10,3	
2020	1.024	3,4	16,1	12,1	6,2	74,2	20,5	53,7	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

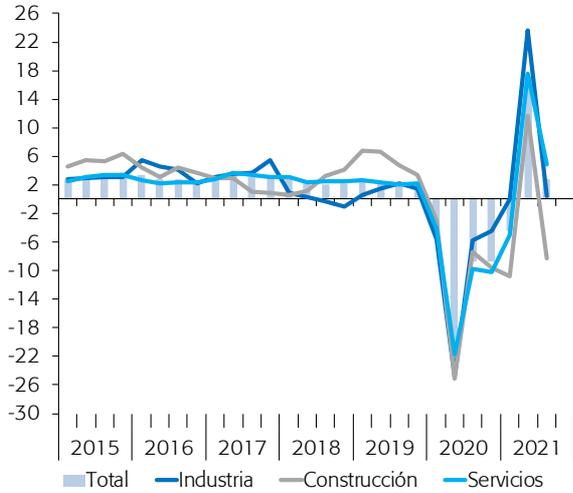


Gráfico 2.2.- VAB, industria
Tasas de crecimiento interanuales

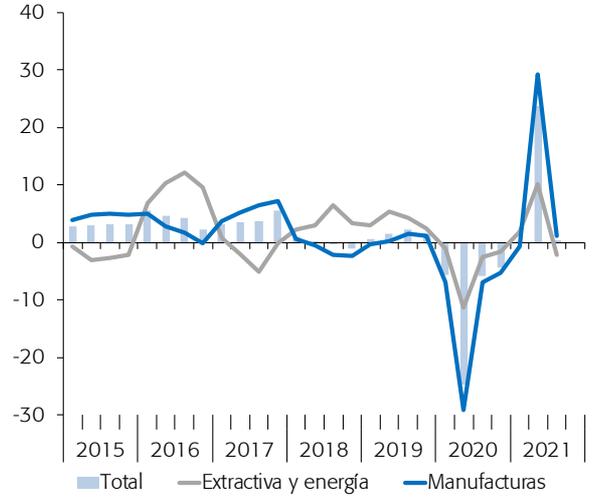


Gráfico 2.3.- VAB, servicios
Tasas de crecimiento interanuales

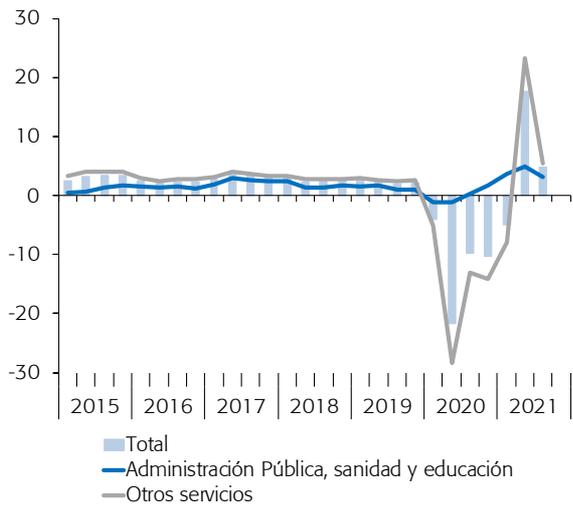
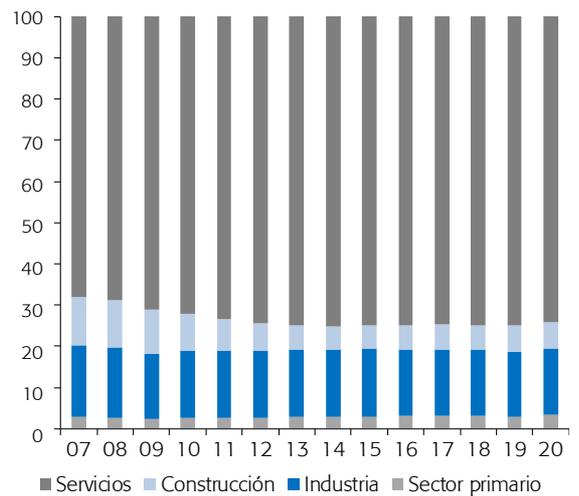


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



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
Índices, 2015 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
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	108,1	100,4	101,9	101,5	98,6	106,9	108,7	98,3	102,7	104,5	102,4
2019	110,8	110,9	99,9	104,5	104,6	100,4	107,6	110,0	97,8	104,3	106,6	102,5
2020	98,8	102,5	96,4	105,8	109,8	104,2	94,6	101,5	93,2	101,8	109,2	101,6
2021	103,8	109,0	95,2	105,1	110,3	103,1	--	--	--	--	--	--
2022	109,6	112,4	97,6	105,8	108,4	99,3	--	--	--	--	--	--
2023	113,5	114,2	99,3	107,4	108,1	96,9	--	--	--	--	--	--
2019 IV	111,4	111,7	99,7	105,0	105,3	100,3	107,5	109,6	98,1	104,6	106,7	100,5
2020 I	105,4	109,6	96,2	104,5	108,6	104,0	99,9	109,5	91,3	104,8	114,8	111,4
II	86,8	90,0	96,5	107,9	111,8	106,4	76,1	92,3	82,4	100,4	121,8	111,1
III	101,4	104,7	96,8	105,7	109,1	103,1	100,5	101,0	99,5	100,7	101,2	94,4
IV	101,6	105,9	96,0	105,5	109,9	103,6	101,9	103,2	98,7	101,0	102,2	92,9
2021 I	100,9	107,0	94,3	106,0	112,4	106,1	99,4	102,4	97,0	103,4	106,6	98,0
II	102,1	106,9	95,5	103,9	108,8	102,5	98,3	102,7	95,7	101,4	105,9	95,7
III	104,8	111,1	94,3	105,3	111,7	103,8	101,3	102,9	98,5	103,1	104,7	95,1
Tasas de crecimiento interanuales												
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	2,2	0,1	1,8	1,7	0,5	-1,1	2,0	-3,1	1,1	4,4	2,3
2019	2,1	2,6	-0,5	2,5	3,1	1,8	0,7	1,1	-0,5	1,6	2,1	0,1
2020	-10,8	-7,6	-3,5	1,3	5,0	3,9	-12,1	-7,7	-4,7	-2,4	2,4	-0,9
2021	5,1	6,3	-1,2	-0,7	0,5	-1,1	--	--	--	--	--	--
2022	5,6	3,0	2,5	0,7	-1,8	-3,7	--	--	--	--	--	--
2023	3,5	1,7	1,8	1,5	-0,3	-2,4	--	--	--	--	--	--
2019 IV	1,7	2,4	-0,6	2,1	2,7	1,4	1,2	0,9	0,2	0,8	0,6	-2,4
2020 I	-4,3	-0,6	-3,7	0,9	4,8	4,0	-7,0	-0,2	-6,8	0,7	8,1	7,3
II	-21,5	-18,8	-3,4	3,3	6,9	5,8	-29,2	-16,1	-15,6	-3,8	14,0	7,8
III	-8,7	-5,6	-3,2	0,7	4,1	2,5	-6,9	-8,6	1,9	-3,4	-5,1	-8,2
IV	-8,8	-5,2	-3,8	0,4	4,4	3,3	-5,3	-5,9	0,7	-3,5	-4,2	-7,6
2021 I	-4,3	-2,3	-2,0	1,4	3,5	2,0	-0,6	-6,4	6,2	-1,3	-7,1	-12,0
II	17,7	18,9	-1,0	-3,7	-2,7	-3,6	29,1	11,2	16,1	1,0	-13,1	-13,8
III	3,4	6,2	-2,6	-0,3	2,3	0,7	0,8	1,9	-1,0	2,4	3,5	0,7

(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

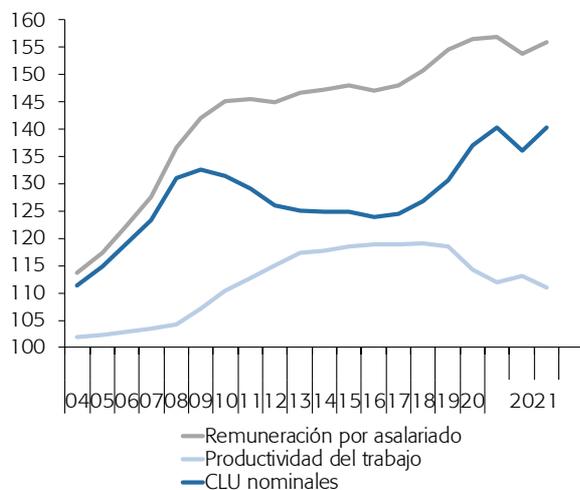
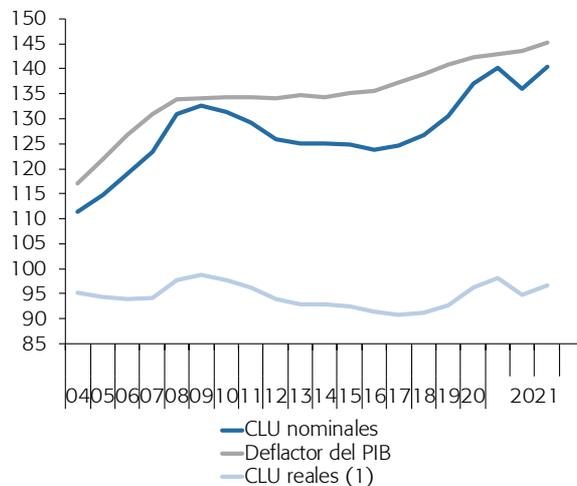


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

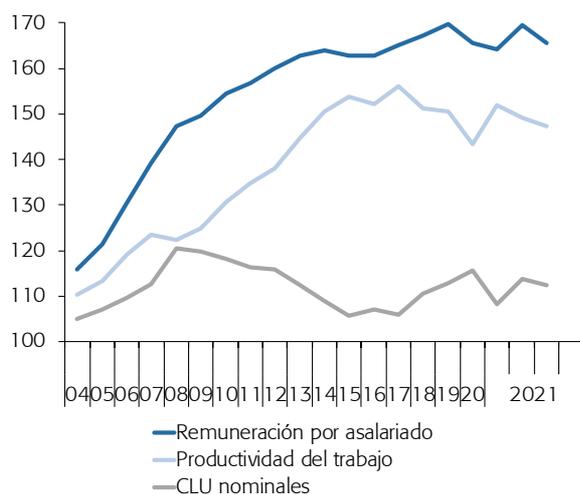
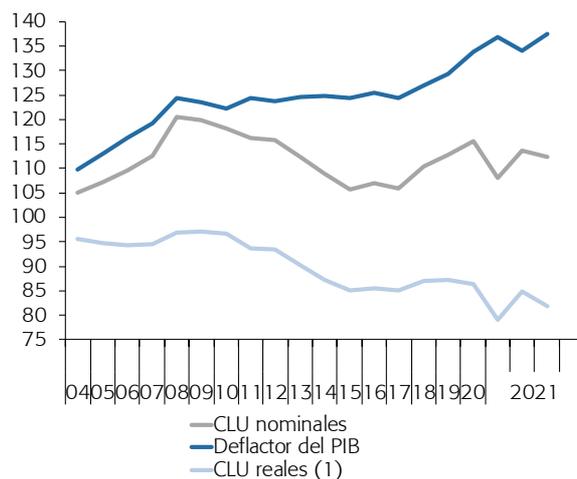


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

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

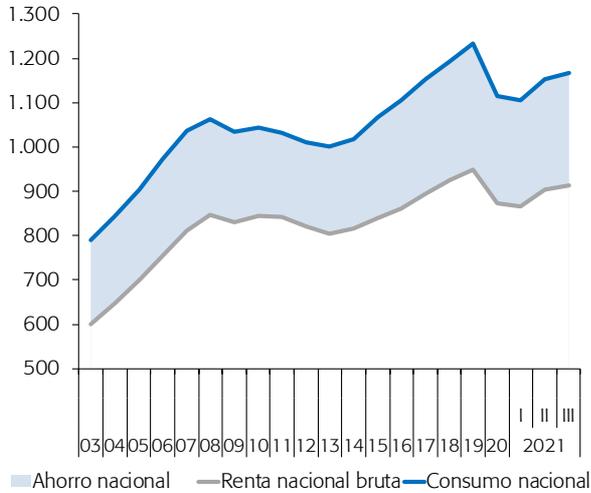
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) 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	1.193,2	924,2	269,0	246,4	45,4	44,2	22,4	20,5	1,9	2,4
2019	1.244,4	575,9	540,9	1.234,1	948,0	286,1	259,9	46,3	43,5	23,0	20,9	2,1	2,4
2020	1.121,9	543,9	476,4	1.114,7	873,3	241,4	232,1	48,5	42,5	21,5	20,7	0,8	1,2
2021	1.197,3	571,1	500,7	1.195,1	934,8	260,3	251,0	47,7	41,8	21,7	21,0	0,8	1,5
2022	1.289,6	592,2	554,9	1.289,8	999,7	290,1	278,3	45,9	43,0	22,5	21,6	0,9	2,7
2023	1.362,2	612,1	595,9	1.358,0	1.043,2	314,8	301,6	44,9	43,7	23,1	22,1	1,0	2,4
2019 IV	1.244,4	575,9	540,9	1.234,1	948,0	286,1	259,9	46,3	43,5	23,0	20,9	2,1	2,4
2020 I	1.233,3	578,1	530,0	1.225,3	943,3	282,0	258,1	46,9	43,0	22,9	20,9	1,9	2,5
II	1.169,2	558,1	501,5	1.162,1	902,2	260,0	243,0	47,7	42,9	22,2	20,8	1,4	1,9
III	1.146,7	550,9	491,9	1.139,5	888,6	250,9	238,0	48,0	42,9	21,9	20,8	1,1	1,4
IV	1.121,9	543,9	476,4	1.114,7	873,3	241,4	232,1	48,5	42,5	21,5	20,7	0,8	1,2
2021 I	1.113,4	541,3	471,6	1.104,4	866,4	238,0	232,2	48,6	42,4	21,4	20,9	0,5	1,1
II	1.159,7	556,6	488,7	1.153,1	903,1	250,0	243,9	48,0	42,1	21,6	21,0	0,5	1,4
III	1.174,3	564,9	489,0	1.167,5	914,0	253,5	247,9	48,1	41,6	21,6	21,1	0,5	1,7
	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	4,4	9,3	0,3	-0,5	0,2	1,1	-0,9	-0,7
2019	3,4	5,5	1,8	3,4	2,6	6,4	5,5	0,9	-0,7	0,6	0,4	0,2	0,1
2020	-9,8	-5,6	-11,9	-9,7	-7,9	-15,6	-10,7	2,2	-1,0	-1,5	-0,2	-1,3	-1,2
2021	6,7	5,0	5,1	7,2	7,0	7,8	8,1	-0,8	-0,7	0,2	0,3	0,0	0,3
2022	7,7	3,7	10,8	7,9	6,9	11,5	10,9	-1,8	1,2	0,8	0,6	0,1	1,2
2023	5,6	3,3	7,4	5,3	4,4	8,5	8,4	-1,0	0,7	0,6	0,5	0,1	-0,3
2019 IV	3,4	5,5	1,8	3,4	2,6	6,4	5,5	0,9	-0,7	0,6	0,4	0,2	0,1
2020 I	1,5	4,4	-0,7	1,7	1,4	2,7	2,0	1,3	-1,0	0,3	0,1	0,2	0,3
II	-4,6	-0,7	-6,5	-4,4	-3,6	-7,0	-5,0	1,9	-0,9	-0,6	-0,1	-0,5	-0,5
III	-7,2	-3,2	-8,6	-7,0	-5,6	-11,4	-8,1	2,0	-0,7	-1,0	-0,2	-0,8	-1,0
IV	-9,8	-5,6	-11,9	-9,7	-7,9	-15,6	-10,7	2,2	-1,0	-1,5	-0,2	-1,3	-1,2
2021 I	-9,7	-6,4	-11,0	-9,9	-8,2	-15,6	-10,0	1,7	-0,6	-1,5	-0,1	-1,4	-1,4
II	-0,8	-0,3	-2,6	-0,8	0,1	-3,8	0,4	0,3	-0,8	-0,7	0,2	-0,9	-0,6
III	2,4	2,5	-0,6	2,5	2,9	1,0	4,2	0,1	-1,3	-0,3	0,4	-0,7	0,3

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

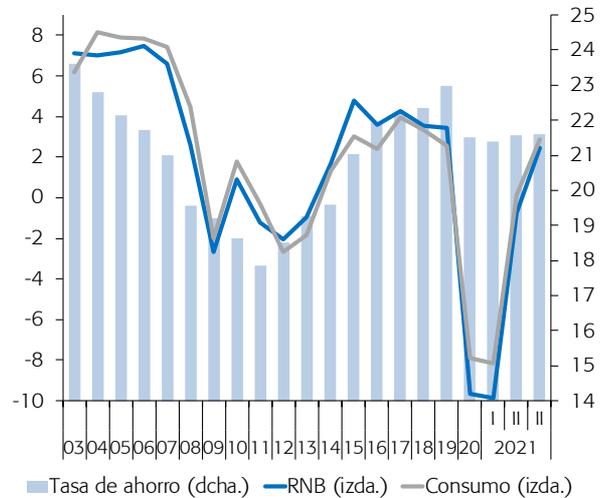
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

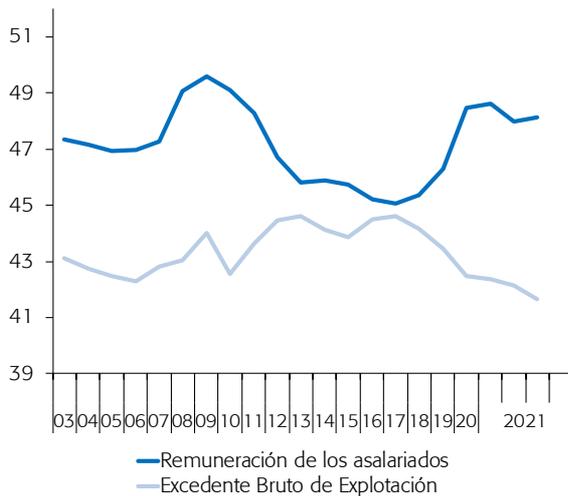
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

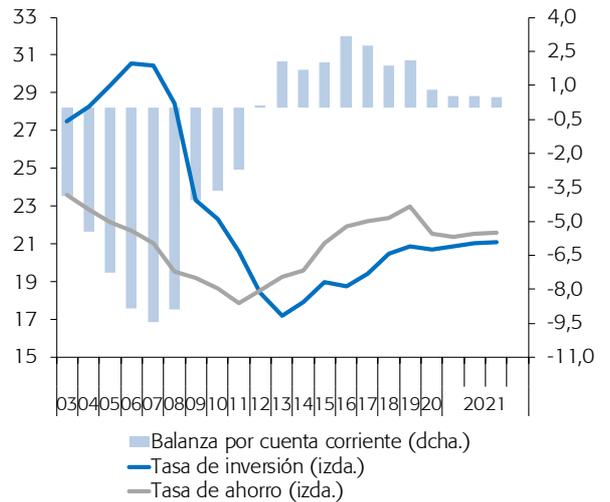
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

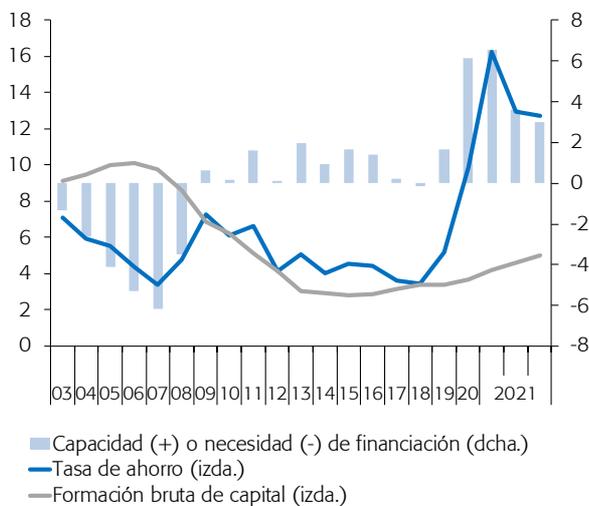
Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje de la RDB	Porcentaje del PIB	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje del PIB				
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	200,8	160,6	17,3	13,8	3,6
2018	743,6	699,5	41,3	40,7	5,5	3,4	-0,1	271,2	200,4	177,2	16,7	14,7	2,1
2019	780,9	713,6	64,5	42,0	8,3	3,4	1,7	274,4	203,0	189,2	16,3	15,2	1,3
2020	742,5	628,0	110,7	41,2	14,9	3,7	6,1	224,6	180,7	154,7	16,1	13,8	2,8
2021	759,5	677,0	78,6	59,8	10,4	5,0	1,4	236,9	182,7	151,7	15,3	12,7	3,1
2022	811,4	731,8	75,8	65,8	9,3	5,1	0,6	268,8	203,0	170,7	15,7	13,2	3,7
2023	836,3	770,2	62,2	73,0	7,4	5,4	-0,9	294,1	225,0	186,9	16,5	13,7	3,8
2019 IV	780,9	713,6	64,5	42,0	8,3	3,4	1,7	274,4	203,0	189,2	16,3	15,2	1,3
2020 I	782,1	703,8	75,4	42,6	9,6	3,4	2,5	263,8	193,8	183,8	15,7	14,9	0,9
II	758,5	662,0	93,6	40,1	12,3	3,4	4,4	242,9	191,7	169,8	16,4	14,5	2,0
III	753,8	648,4	102,0	41,4	13,5	3,6	5,2	234,9	184,1	162,1	16,1	14,1	2,1
IV	742,5	628,0	110,7	41,2	14,9	3,7	6,1	224,6	180,7	154,7	16,1	13,8	2,8
2021 I	740,4	616,0	120,6	46,6	16,3	4,2	6,6	222,6	178,1	152,5	16,0	13,7	2,8
II	749,9	648,5	97,3	53,4	13,0	4,6	3,6	236,4	185,1	156,6	15,9	13,5	3,0
III	752,0	653,8	95,4	58,7	12,7	5,0	3,0	236,9	185,2	152,2	15,8	12,9	3,4
	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	2,9	3,2	-1,2	10,6	-0,2	0,2	-0,3	1,6	-0,2	10,3	-0,6	0,9	-1,5
2019	5,0	2,0	56,4	3,3	2,7	0,0	1,8	1,2	1,3	6,7	-0,3	0,5	-0,8
2020	-4,9	-12,0	71,6	-1,9	6,6	0,3	4,5	-18,2	-11,0	-18,2	-0,2	-1,4	1,4
2021	2,3	7,8	-29,0	45,0	-4,6	1,3	-4,7	5,5	1,1	-1,9	-0,8	-1,1	0,4
2022	6,8	8,1	-3,6	10,1	-1,0	0,1	-0,8	13,4	11,1	12,5	0,5	0,6	0,6
2023	3,1	5,2	-17,9	10,9	-1,9	0,3	-1,6	9,4	10,8	9,5	0,8	0,5	0,0
2019 IV	5,0	2,0	56,4	3,3	2,7	0,0	1,8	1,2	1,3	6,7	-0,3	0,5	-0,8
2020 I	4,0	0,0	64,5	2,5	3,5	0,0	2,3	-2,8	-3,7	1,3	-0,8	0,0	-0,9
II	-1,0	-6,3	62,6	-3,3	4,8	0,0	3,3	-10,9	-3,7	-8,7	0,1	-0,7	0,7
III	-2,5	-8,7	71,0	-1,2	5,8	0,2	3,9	-13,8	-7,9	-13,4	-0,1	-1,0	0,8
IV	-4,9	-12,0	71,6	-1,9	6,6	0,3	4,5	-18,2	-11,0	-18,2	-0,2	-1,4	1,4
2021 I	-5,3	-12,5	59,9	9,5	6,6	0,7	4,1	-15,6	-8,1	-17,0	0,3	-1,2	1,9
II	-1,1	-2,0	4,0	33,4	0,6	1,2	-0,8	-2,7	-3,5	-7,8	-0,4	-1,0	1,0
III	-0,2	0,8	-6,4	42,0	-0,8	1,4	-2,1	0,9	0,6	-6,1	-0,3	-1,2	1,4

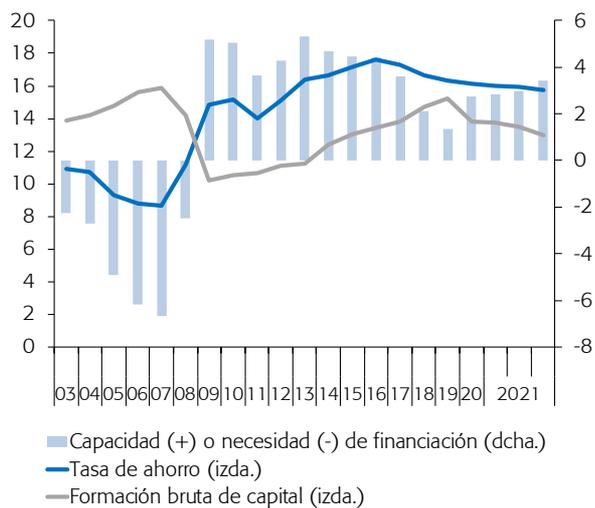
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas

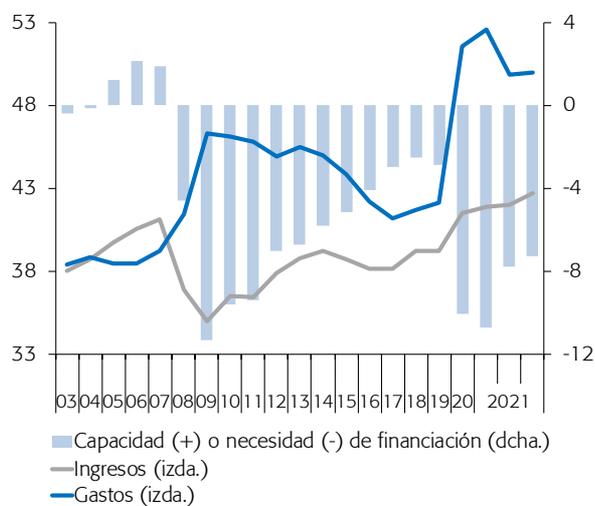
Previsiones en azul

	Ingresos no financieros					Gastos no financieros							Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	Impuestos a la producción y a las importaciones	Impuestos sobre la renta y la riqueza	Contribuciones sociales	Capital y otros ingresos	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales y transferencias en especie	Formación bruta de capital y otros gastos de capital	Otros gastos	Total		
	1	2	3	4	5=1+2+3+4	6	7	8	9	10	11	12=6+7+8+9+10+11		
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
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	28,1	478,8	-35,3	-34,8
2018	141,2	127,3	149,5	53,8	471,7	127,6	62,1	29,3	216,6	36,4	29,8	501,8	-30,0	-30,0
2019	143,0	129,1	160,7	55,5	488,3	134,7	64,7	28,4	229,6	35,1	31,6	524,0	-35,8	-35,7
2020	126,5	125,3	162,2	51,3	465,4	140,5	66,5	25,2	262,2	52,4	41,5	588,3	-122,9	-113,0
2021	146,2	135,7	168,5	64,2	514,6	148,3	69,8	25,0	257,2	53,5	38,8	592,6	-78,0	-78,0
2022	157,2	137,2	168,8	75,9	539,1	151,6	73,0	25,6	265,6	58,9	37,5	612,3	-73,2	-73,2
2023	166,3	145,0	173,7	71,4	556,4	153,8	74,5	28,2	274,7	55,6	35,4	622,1	-65,7	-65,7
2019 IV	143,0	129,1	160,7	55,5	488,3	134,7	64,7	28,4	229,6	35,1	31,6	524,0	-35,8	-35,7
2020 I	141,9	130,6	161,6	56,2	490,2	135,9	64,6	27,9	234,2	37,4	32,1	532,0	-41,8	-41,8
II	131,9	126,6	161,6	53,5	473,6	137,0	65,0	26,6	250,3	38,0	37,5	554,4	-80,8	-80,9
III	128,4	126,7	161,5	52,3	468,8	138,4	65,4	26,0	255,9	38,5	38,8	563,0	-94,2	-94,2
IV	126,5	125,3	162,2	51,3	465,4	140,5	66,5	25,2	262,2	52,4	41,5	588,3	-122,9	-113,0
2021 I	126,5	126,1	163,3	49,6	465,5	142,4	67,1	25,4	266,5	50,7	42,9	595,0	-129,5	-119,4
II	136,4	132,2	164,9	54,3	487,9	144,8	68,3	25,5	259,0	51,2	39,7	588,4	-100,5	-90,6
III	141,8	133,6	167,3	59,5	502,3	146,3	69,5	25,2	259,2	57,4	40,0	597,6	-95,3	-85,4
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
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	4,5	39,2	10,8	5,2	2,3	18,5	2,8	2,5	42,1	-2,9	-2,9
2020	11,3	11,2	14,5	4,6	41,5	12,5	5,9	2,2	23,4	4,7	3,7	52,4	-11,0	-10,1
2021	12,2	11,3	14,1	5,4	43,0	12,4	5,8	2,1	21,5	4,5	3,2	49,5	-6,5	-6,5
2022	12,2	10,6	13,1	5,9	41,8	11,8	5,7	2,0	20,6	4,6	2,9	47,5	-5,7	-5,7
2023	12,2	10,6	12,8	5,2	40,8	11,3	5,5	2,1	20,2	4,1	2,6	45,7	-4,8	-4,8
2019 IV	11,5	10,4	12,9	4,5	39,2	10,8	5,2	2,3	18,5	2,8	2,5	42,1	-2,9	-2,9
2020 I	11,5	10,6	13,1	4,6	39,7	11,0	5,2	2,3	19,0	3,0	2,6	43,1	-3,4	-3,4
II	11,3	10,8	13,8	4,6	40,5	11,7	5,6	2,3	21,4	3,2	3,2	47,4	-6,9	-6,9
III	11,2	11,1	14,1	4,6	40,9	12,1	5,7	2,3	22,3	3,4	3,4	49,1	-8,2	-8,2
IV	11,3	11,2	14,5	4,6	41,5	12,5	5,9	2,2	23,4	4,7	3,7	52,4	-11,0	-10,1
2021 I	11,4	11,3	14,7	4,5	41,9	12,8	6,0	2,3	24,0	4,6	3,9	53,5	-11,6	-10,7
II	11,8	11,4	14,2	4,7	42,0	12,5	5,9	2,2	22,3	4,4	3,4	50,7	-8,7	-7,8
III	12,1	11,4	14,2	5,1	42,7	12,4	5,9	2,1	22,0	4,9	3,4	50,8	-8,1	-7,3

Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

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

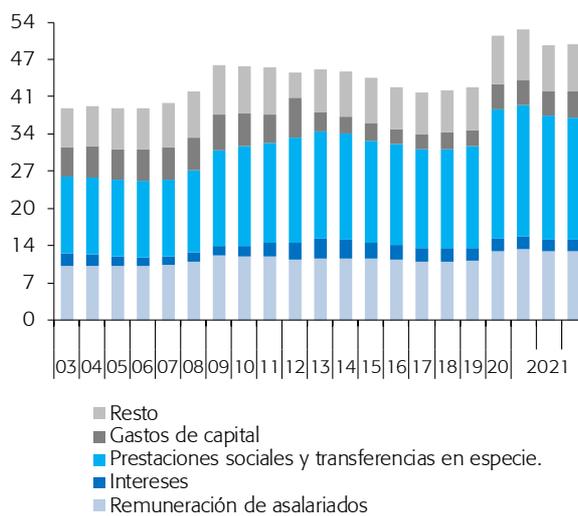
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(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

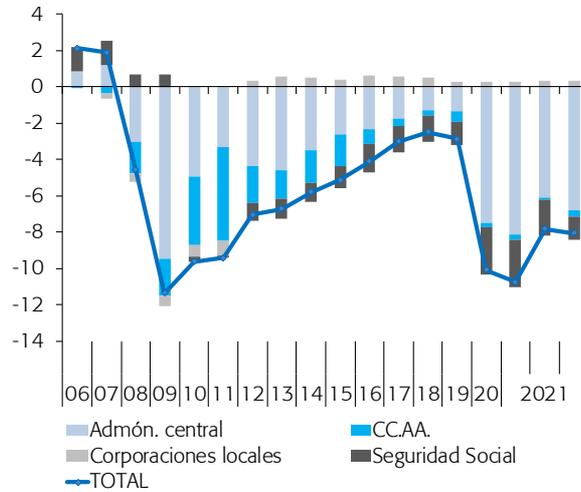
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo				
2014	-35,9	-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	6,7	-16,8	-34,8	1.011,5	288,1	29,0	27,4	1.145,1
2018	-15,7	-3,3	6,3	-17,3	-30,0	1.047,3	293,4	25,8	41,2	1.173,4
2019	-16,4	-7,3	3,8	-15,9	-35,7	1.061,2	295,1	23,2	55,0	1.188,8
2020	-84,2	-2,4	2,9	-29,3	-113,0	1.206,6	304,0	22,0	85,4	1.345,8
2021	--	--	--	--	-78,0	--	--	--	--	1.429,8
2022	--	--	--	--	-73,2	--	--	--	--	1.500,9
2023	--	--	--	--	-65,7	--	--	--	--	1.561,6
2019 IV	-16,4	-7,3	3,8	-15,9	-35,7	1.061,2	295,1	23,2	55,0	1.188,8
2020 I	-15,0	-8,2	3,8	-22,3	-41,8	1.095,0	298,3	22,9	55,0	1.224,5
II	-54,5	-6,6	2,5	-22,2	-80,9	1.159,2	305,7	25,0	68,9	1.291,0
III	-64,7	-2,0	3,5	-30,9	-94,2	1.177,7	301,9	23,7	74,9	1.308,2
IV	-84,2	-2,4	2,9	-29,3	-113,0	1.206,6	304,0	22,0	85,4	1.345,8
2021 I	-90,2	-3,4	3,3	-29,2	-119,5	1.247,8	307,7	22,1	85,4	1.393,1
II	-70,9	-0,9	4,2	-23,1	-90,7	1.273,4	312,0	22,6	91,9	1.424,7
III	-79,7	-4,0	4,2	-15,0	-94,5	1.281,4	312,2	22,3	91,9	1.432,2
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
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	97,5
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	107,5	27,1	2,0	7,6	120,0
2021	--	--	--	--	-6,5	--	--	--	--	119,4
2022	--	--	--	--	-5,7	--	--	--	--	116,4
2023	--	--	--	--	-4,8	--	--	--	--	114,6
2019 IV	-1,3	-0,6	0,3	-1,3	-2,9	85,3	23,7	1,9	4,4	95,5
2020 I	-1,2	-0,7	0,3	-1,8	-3,4	88,8	24,2	1,9	4,5	99,3
II	-4,7	-0,6	0,2	-1,9	-6,9	99,1	26,1	2,1	5,9	110,4
III	-5,6	-0,2	0,3	-2,7	-8,2	102,7	26,3	2,1	6,5	114,1
IV	-7,5	-0,2	0,3	-2,6	-10,1	107,5	27,1	2,0	7,6	120,0
2021 I	-8,1	-0,3	0,3	-2,6	-10,7	112,1	27,6	2,0	7,7	125,1
II	-6,1	-0,1	0,4	-2,0	-7,8	109,8	26,9	2,0	7,9	122,8
III	-6,8	-0,3	0,4	-1,3	-8,0	109,1	26,6	1,9	7,8	122,0

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

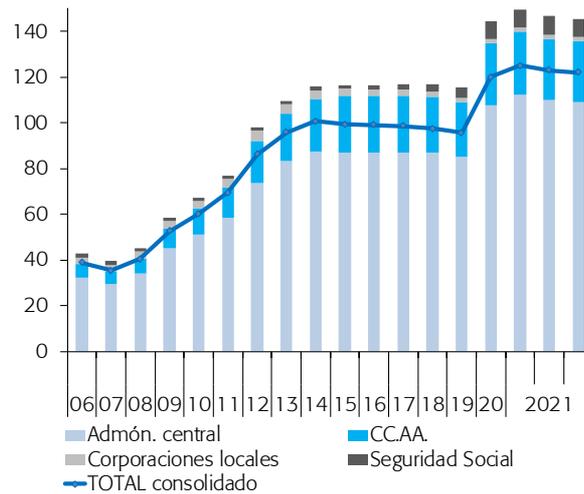
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

Gráfico 7.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

**Gráfico 7.2.- Deuda pública**

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

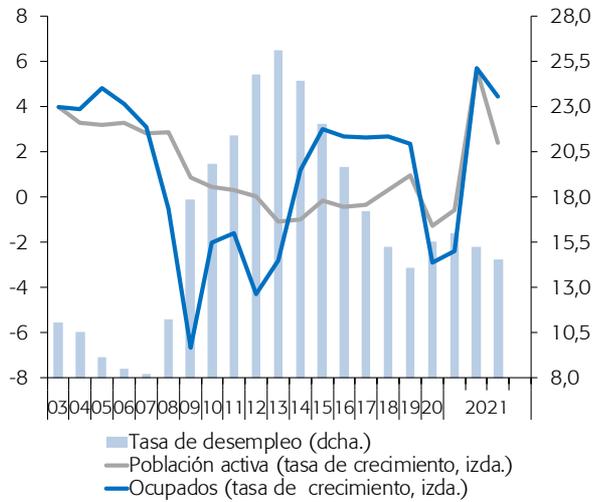
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
														CVE
1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13		
Millones								Porcentaje						
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	39,6	23,3	--	19,8	--	3,5	--	58,6	49,8	15,0	--	--	--	
2022	39,8	23,5	--	20,2	--	3,3	--	59,0	50,7	14,0	--	--	--	
2023	40,0	23,6	--	20,5	--	3,1	--	59,0	51,3	13,0	--	--	--	
2019	IV	39,4	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	39,5	23,0	23,1	19,7	19,9	3,3	3,2	58,6	50,4	14,4	33,0	13,3	21,2
	II	39,6	22,0	21,9	18,6	18,6	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	19,0	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	49,0	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
	III	39,6	23,4	23,4	20,0	19,9	3,4	3,5	58,9	50,2	14,6	31,2	13,5	21,7
Tasas de crecimiento (d)								Diferencia sobre el año anterior en pp						
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	0,2	2,3	--	2,9	--	-1,1	--	1,2	1,3	-0,5	--	--	--	
2022	0,5	1,1	--	2,3	--	-5,6	--	0,4	0,9	-1,0	--	--	--	
2023	0,4	0,3	--	1,5	--	-6,9	--	0,0	0,6	-1,0	--	--	--	
2019	IV	1,0	1,3	0,5	2,1	0,9	-3,4	-2,3	0,1	0,5	-0,7	-3,0	-0,7	-0,8
2020	I	1,0	0,7	0,0	1,1	-0,1	-1,2	1,1	-0,1	0,0	-0,3	-2,0	-0,4	0,4
	II	0,9	-4,6	-5,2	-6,0	-6,8	4,3	4,6	-3,2	-3,5	1,3	6,5	0,8	4,7
	III	0,7	-0,8	4,0	-3,5	2,6	15,8	11,7	-0,9	-2,1	2,3	8,8	1,7	6,3
	IV	0,5	-0,4	0,9	-3,1	1,3	16,5	-1,5	-0,6	-1,9	2,3	9,6	1,6	6,6
2021	I	0,3	-0,6	0,0	-2,4	0,7	10,3	-3,7	-0,5	-1,3	1,6	6,5	1,1	5,0
	II	0,2	5,6	0,7	5,7	1,0	5,2	-0,8	3,0	2,6	-0,1	-1,2	0,1	-1,2
	III	0,1	2,4	0,7	4,5	1,3	-8,2	-2,3	1,3	2,1	-1,7	-9,3	-1,3	-3,9

(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.

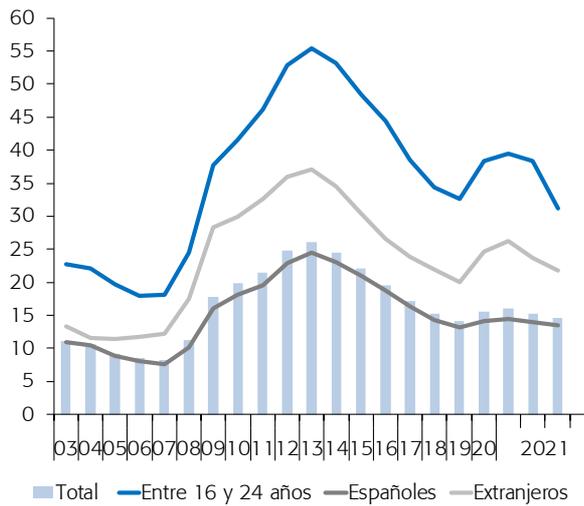
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

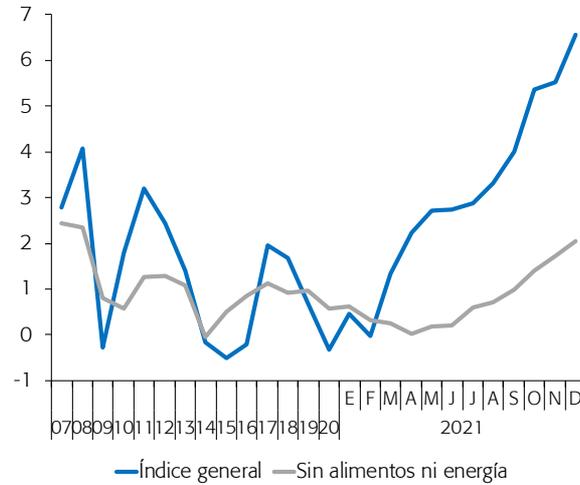
Previsiones en azul

	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	
Índices, 2016 = 100										
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	107,3	104,2	104,4	101,3	106,0	104,9	114,5	124,1	108,0	
2022	111,3	106,3	106,6	103,1	108,2	107,6	119,9	138,3	111,6	
Tasas de crecimiento interanual										
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	3,1	0,6	0,8	0,6	0,6	1,3	2,4	21,2	1,7	
2022	3,7	2,0	2,1	1,8	2,1	2,6	4,7	11,5	3,3	
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	0,8	1,0	0,7	0,9	1,5	1,6	28,8	1,6
	Oct	5,4	1,2	1,4	0,9	1,4	2,0	0,9	39,5	1,6
	Nov	5,5	1,5	1,7	1,1	1,7	2,5	3,9	35,9	3,0
	Dic	6,5	1,6	2,1	1,4	1,8	3,5	6,5	40,2	4,6
2022	Ene	5,4	1,6	2,0	1,7	1,6	3,4	4,9	28,5	3,9
	Feb	6,2	1,8	2,2	1,9	1,8	3,3	5,2	36,2	3,9
	Mar	5,4	2,0	2,3	1,9	2,1	3,3	4,7	26,2	3,8
	Abr	4,8	2,2	2,4	2,0	2,3	3,1	4,9	19,5	3,7
	May	4,4	2,2	2,3	2,1	2,2	3,0	4,8	15,5	3,6
	Jun	4,0	2,3	2,4	2,1	2,4	2,8	5,5	11,3	3,8
	Jul	4,1	2,4	2,4	2,0	2,6	2,7	5,2	11,6	3,6
	Ago	3,7	2,5	2,5	1,9	2,8	2,6	4,5	8,7	3,3
	Sep	2,9	2,1	2,2	1,7	2,3	2,5	5,4	3,8	3,5
	Oct	1,9	1,8	1,9	1,7	1,9	2,1	5,9	-2,2	3,4
	Nov	1,8	1,7	1,7	1,6	1,7	1,7	4,0	-0,8	2,5
	Dic	0,6	1,6	1,4	1,4	1,8	0,8	1,9	-6,6	1,2

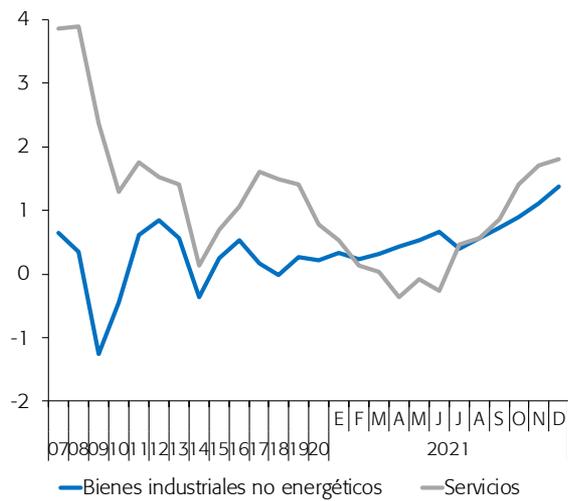
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

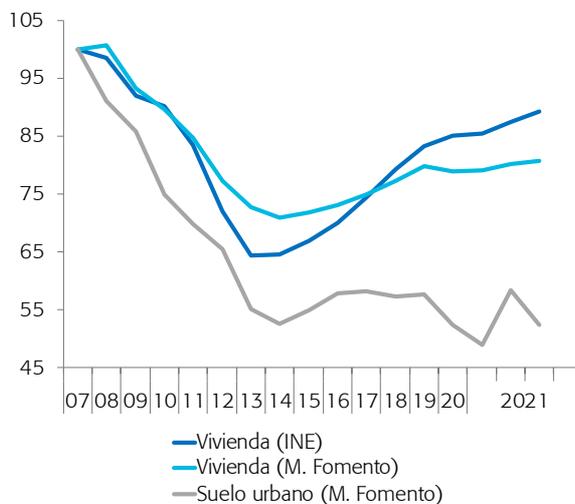
	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	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	155,4	--
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	148,4	156,2	--
2017	101,6	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,2	--
2018	102,9	104,1	103,0	79,3	77,4	57,3	145,4	143,8	150,6	158,5	--
2019	104,2	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)	107,1	114,6	109,9	87,4	80,0	53,2	151,1	147,9	160,9	169,8	--
2020 I	104,9	101,4	103,5	84,7	79,8	58,9	145,3	141,5	156,7	158,6	--
II	105,6	96,3	102,6	84,8	78,3	50,1	138,1	135,1	147,2	180,2	--
III	106,4	99,2	102,8	85,7	78,8	49,3	142,7	139,2	153,5	174,0	--
IV	106,5	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	160,7	163,5	--
II	106,7	110,3	109,5	87,5	80,2	58,3	156,4	154,6	161,8	170,8	--
III	108,1	118,2	111,4	89,3	80,8	52,4	149,7	146,2	160,3	175,2	--
IV (b)	--	131,8	113,9	--	--	--	--	--	--	--	--
2021 Sep	--	123,1	111,9	--	--	--	--	--	--	--	--
Oct	--	130,6	113,2	--	--	--	--	--	--	--	--
Nov	--	133,0	114,5	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
2013	0,4	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,4	0,5
2014	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,1	0,5
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,7	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	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	1,3	-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)	1,3	15,7	6,7	2,8	1,4	0,8	6,4	6,7	5,6	-0,6	1,5
2020 I	0,8	-2,7	0,4	3,2	0,3	2,8	0,8	0,7	1,0	4,2	2,0
II	1,0	-7,7	-0,7	2,1	-1,7	-15,1	-8,3	-9,4	-5,0	12,3	2,0
III	1,6	-3,9	-0,4	1,7	-1,1	-15,2	-1,1	-1,0	-1,6	4,2	1,9
IV	1,0	-2,8	0,5	1,5	-1,8	-9,7	-0,1	-0,7	1,6	5,4	1,9
2021 I	1,4	2,6	2,6	0,9	-0,9	-16,9	1,4	1,0	2,6	3,1	1,6
II	1,0	14,5	6,7	3,3	2,4	16,3	13,2	14,4	9,9	-5,2	1,6
III	1,6	19,1	8,4	4,2	2,6	6,2	4,9	5,0	4,4	0,7	1,5
IV (e)	--	31,9	9,9	--	--	--	--	--	--	--	1,5
2021 Oct	--	32,0	9,7	--	--	--	--	--	--	--	1,5
Nov	--	33,1	10,6	--	--	--	--	--	--	--	1,6
Dic	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	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.

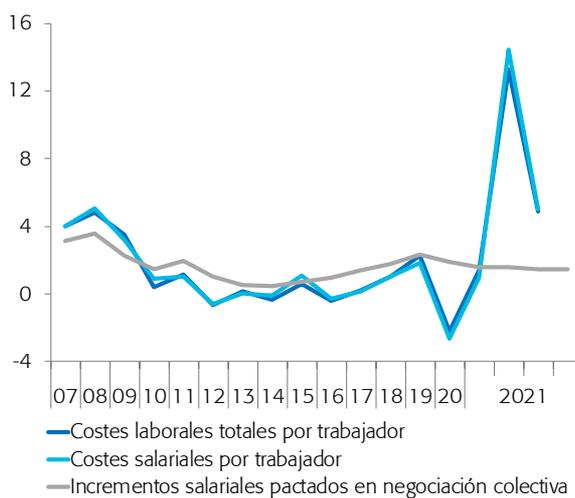
Fuentes: Ministerio de Fomento, Ministerio de Trabajo e INE.

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

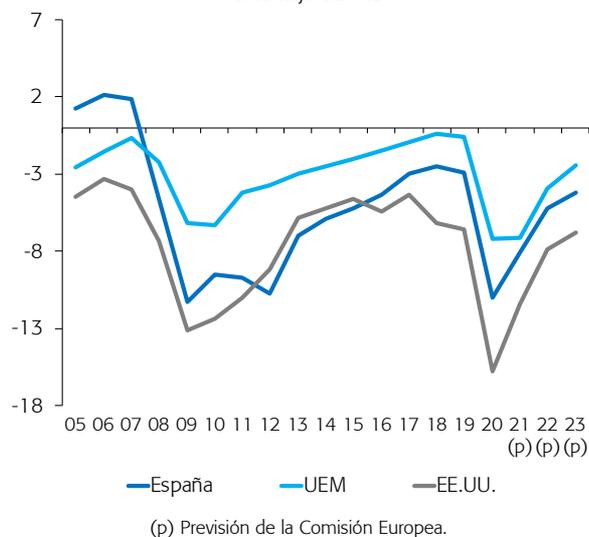
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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.
Miles de millones de moneda nacional									
2008	-50,7	-208,0	-1.084,5	440,6	6.700,8	10.844,6	-98,8	-49,1	-704,2
2009	-120,6	-578,3	-1.896,6	569,5	7.440,5	12.535,2	-43,7	64,9	-383,1
2010	-102,2	-598,3	-1.863,1	649,2	8.199,1	14.316,3	-39,2	59,1	-439,8
2011	-103,6	-416,1	-1.709,1	743,0	8.658,8	15.518,1	-29,0	88,5	-460,3
2012	-110,7	-366,2	-1.493,3	889,9	9.114,9	16.740,3	0,9	230,0	-423,9
2013	-71,8	-300,4	-977,3	977,3	9.429,4	17.597,5	20,8	285,1	-352,1
2014	-61,1	-251,0	-910,4	1.039,4	9.674,6	18.328,2	17,5	320,1	-376,2
2015	-55,8	-208,7	-837,2	1.070,1	9.792,7	19.089,9	21,8	359,2	-424,7
2016	-48,0	-159,7	-1.003,6	1.104,6	9.973,5	19.986,4	35,4	390,5	-403,7
2017	-35,3	-104,5	-839,2	1.145,1	10.052,2	20.642,2	32,2	414,5	-372,9
2018	-30,0	-50,6	-1.282,7	1.173,4	10.153,5	21.972,3	22,6	417,7	-440,3
2019	-35,8	-77,1	-1.419,1	1.188,8	10.240,3	23.188,6	26,2	371,0	-479,8
2020	-122,9	-821,7	-3.291,5	1.345,8	11.323,2	26.531,3	9,3	300,8	-587,1
2021	-96,1	-869,1	-2.615,2	1.436,7	12.167,3	29.623,6	4,0	379,5	-819,9
2022	-66,7	-503,1	-1.936,9	1.509,4	12.662,4	31.566,2	10,6	408,9	-883,5
2023	-56,2	-318,7	-1.733,9	1.572,5	13.046,5	33.302,6	14,1	463,5	-893,7
Porcentaje del PIB									
2008	-4,6	-2,2	-7,3	39,7	69,6	73,4	-8,9	-0,5	-4,8
2009	-11,3	-6,2	-13,1	53,3	80,2	86,6	-4,1	0,7	-2,6
2010	-9,5	-6,3	-12,4	60,5	86,0	95,1	-3,7	0,6	-2,9
2011	-9,7	-4,2	-11,0	69,9	88,4	99,5	-2,7	0,9	-3,0
2012	-10,7	-3,7	-9,2	86,3	92,7	103,0	0,1	2,3	-2,6
2013	-7,0	-3,0	-5,8	95,8	94,9	104,5	2,0	2,9	-2,1
2014	-5,9	-2,5	-5,2	100,7	95,1	104,4	3,1	1,7	-2,1
2015	-5,2	-2,0	-4,6	99,3	93,1	104,9	3,4	2,0	-2,3
2016	-4,3	-1,5	-5,4	99,2	92,2	106,9	3,6	3,2	-2,2
2017	-3,0	-0,9	-4,3	98,6	89,6	106,0	3,7	2,8	-1,9
2018	-2,5	-0,4	-6,2	97,5	87,5	107,0	3,6	1,9	-2,1
2019	-2,9	-0,6	-6,6	95,5	85,5	108,5	3,1	2,1	-2,2
2020	-11,0	-7,2	-15,8	120,0	99,3	127,0	2,6	0,8	-2,8
2021	-8,1	-7,1	-11,4	120,6	100,0	129,3	3,1	0,3	-3,6
2022	-5,2	-3,9	-7,9	118,2	97,9	128,6	3,2	0,8	-3,6
2023	-4,2	-2,4	-6,8	116,9	97,0	129,8	3,4	1,0	-3,5

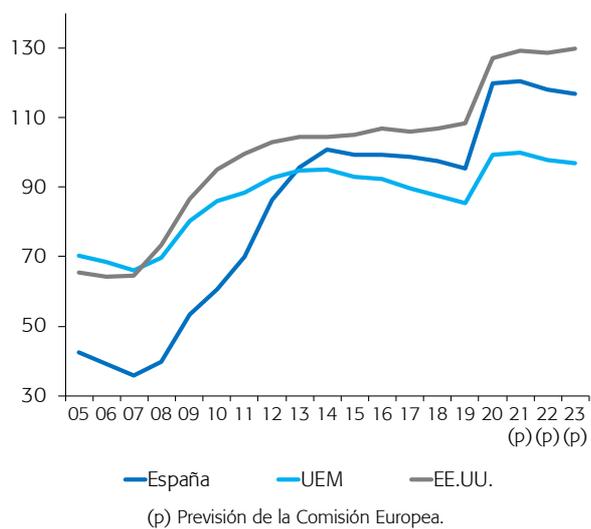
Fuente: Comisión Europea. Previsiones, otoño 2021.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.

Porcentaje del PIB

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

Porcentaje del PIB



1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población

	Población									Altas exteriores	Bajas exteriores de nacidos en España
	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 (%)			
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 [■]	18.895	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	3,1
2020	3,8	4,1	1,63	37,1	34,9	3,5

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	47,6	10,3	65,8
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

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

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

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 1.000 habitantes.

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

■ Los datos corresponden al periodo enero-septiembre.

Cuadro 3

Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
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 [■]	16,5	5,8	32,3	46,4
Fuentes	EPA	EPA	EPA	EPA

	Estudiantes 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	1.750.579	667.287	675.971	1.290.455	217.840	50.807.185	4,23
2019	1.749.597	673.740	706.533	1.296.379	237.118	53.056.500	4,26
2020 [•]	1.622.353	684.804	772.417	1.340.632	248.460		
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-septiembre.

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	932.777■	6.165.348	1.190	949.765	994	2.353.986	740
Fuentes:	INEM	INSS	INSS	INSS	INSS	INSS	INSS

	Prestaciones no contributivas/asistenciales				
	Desempleo	Seguridad Social			Otras
		Jubilación	Invalidez		
Número	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■	975.654	262.004	184.692	12.019	
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-noviembre.

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	1,97	0,8	3,5	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 de Salud.

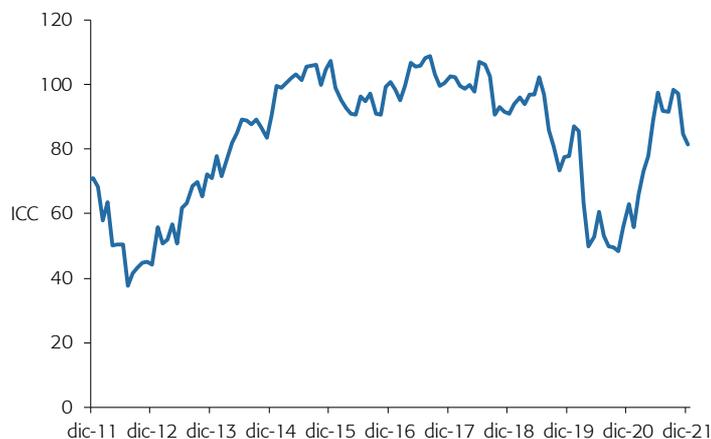
* Media de la satisfacción de la población medida en una escala de 1 a 10, en la que 1 significa "totalmente insatisfactorio" y 10 "totalmente satisfactorio".

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (diciembre 2011-diciembre 2021)

El ICC cierra el año 2021 manteniendo la tendencia a la baja que se inició en el otoño



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

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

2. FLASH SOCIAL. Más optimistas sobre el futuro personal que sobre el futuro de España

A finales del año 2021, la opinión pública aparece dividida en su percepción sobre el futuro de España. Solo el 14 % de los entrevistados por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) en diciembre de 2021 respondió sentirse “muy optimista” sobre el futuro del país; sumados a los que se manifestaron “algo optimistas” (36 %), representan la mitad de los encuestados. La otra mitad se siente “poco” o “(casi) nada” optimista (35 % y 13 %, respectivamente).

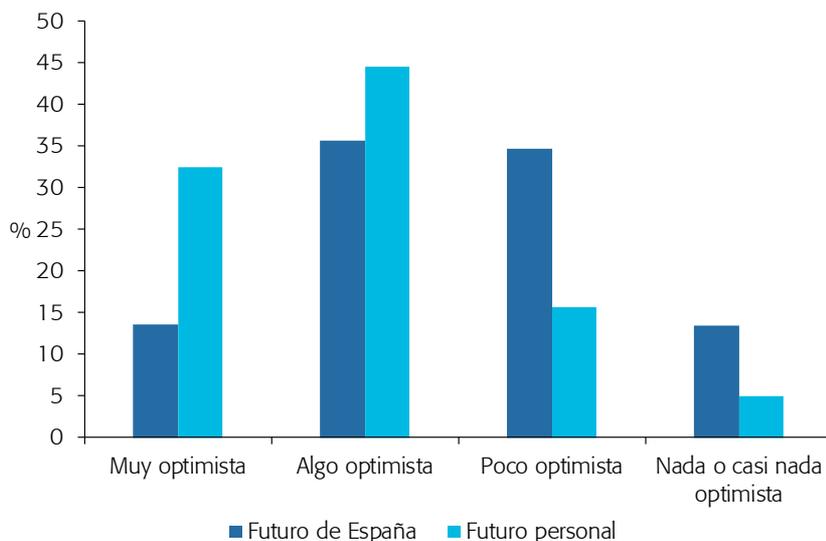
Muy diferente es la distribución del optimismo cuando se pregunta por el “futuro personal”. Ante esta cuestión, alrededor de uno de cada tres entrevistados por el CIS optó por la respuesta “muy optimista” (32 %), mientras que un 45 % mostró una actitud de optimismo moderado (“algo optimista”). Los “poco” o “(casi) nada optimistas” –con 16 % y 5 %, respectivamente– apenas superan una quinta parte de la muestra (gráfico 2).

Así como la opinión sobre el futuro del país no arroja diferencias significativas entre hombres y mujeres, sí se aprecian tales diferencias en las respuestas sobre las perspectivas personales. Ellas expresaron en diciembre de 2021 menos optimismo respecto a su futuro personal que ellos (gráfico 3), un hallazgo alineado con los que han revelado otras encuestas que han detectado, en España, una mayor reserva entre las mujeres a la hora de valorar el futuro, en general.

En contra con lo que podría esperarse, dado el discurso público dominante sobre la mala situación de los jóvenes en España, llama la atención la elevada proporción de ellos que se muestra optimista respecto a su propio futuro. Entre los entrevistados de 18 a 24 años, uno de cada dos (50 %) declaró sentirse “muy optimista” en diciembre de 2021, mientras que un grupo de tamaño algo menor (41 %) se reconoció “algo optimista”. Las proporciones de personas que, preguntados por su futuro personal, expresan actitudes de optimismo disminuyen a medida que aumenta la edad. No obstante, aproximadamente dos tercios de los entrevistados de 55 o más años afirmaron en el último mes de 2021 sentirse “muy” o “algo optimistas” a este respecto (gráfico 4).

Gráfico 2

Sentimientos de optimismo respecto al futuro de España y al futuro personal (diciembre de 2021)

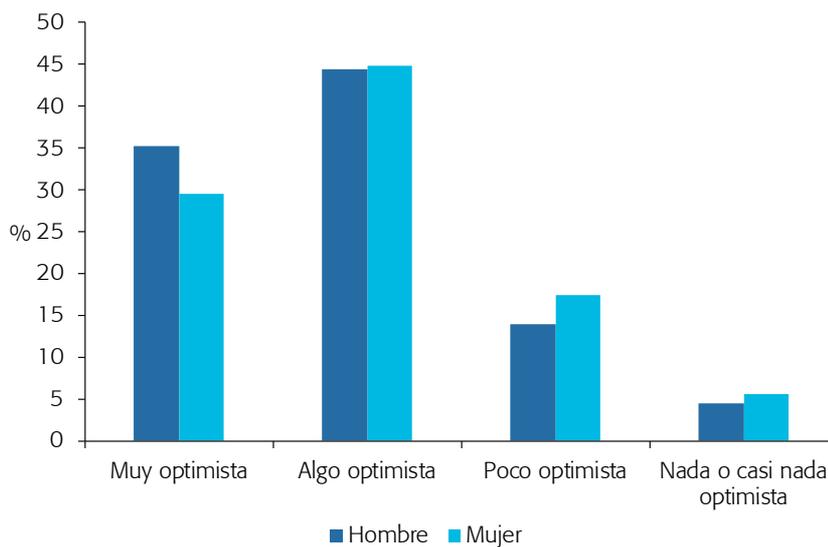


Preguntas: "En general, ¿se siente Ud. muy optimista, algo optimista, poco optimista o nada o casi nada optimista sobre el futuro de España?"
"Y sobre su propio futuro personal, ¿se siente Ud. muy optimista, algo optimista, poco optimista o nada o casi nada optimista?"

Fuente: CIS (www.cis.es), estudio 3346.

Gráfico 3

Sentimientos de optimismo respecto al futuro personal, por sexo (diciembre de 2021)

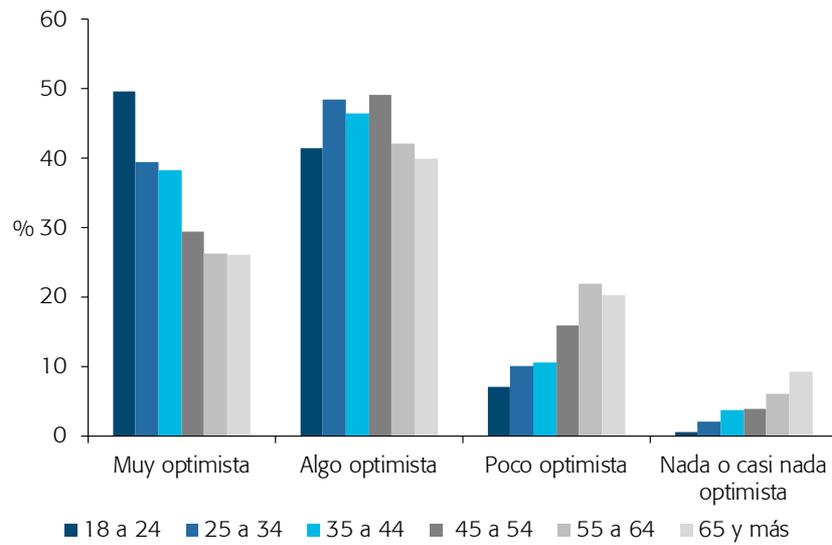


Pregunta: "Y sobre su propio futuro personal, ¿se siente Ud. muy optimista, algo optimista, poco optimista o nada o casi nada optimista?"

Fuente: CIS (www.cis.es), estudio 3346.

Gráfico 4

Sentimientos de optimismo respecto al futuro personal, por edad (diciembre de 2021)



Pregunta: "Y sobre su propio futuro personal, ¿se siente Ud. muy optimista, algo optimista, poco optimista o nada o casi nada optimista?".

Fuente: CIS (www.cis.es), estudio 3346.

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	0,08	Octubre 2021
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,6	Octubre 2021
Dudosos (% var. mensual medio)	0,2	Octubre 2021
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	2.208.332	Diciembre 2021
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	289.545	Diciembre 2021
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	16	Diciembre 2021
Ratio “gastos de explotación/margen ordinario” (%)	59,57	Septiembre 2021
Ratio “depósitos de clientes/empleados” (miles de euros)	11.929,24	Septiembre 2021
Ratio “depósitos de clientes/oficinas” (miles de euros)	102.795,08	Septiembre 2021
Ratio “oficinas/entidades”	105,33	Septiembre 2021

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 diciembre	2022 15 enero	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	-0,572	-0,563	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,9	-0,249	-0,499	-0,501	-0,483	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	0,5	0,6	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: Los bancos centrales siguen manteniendo una estrecha vigilancia sobre la inflación, aunque se ha elevado el tono de preocupación sobre la misma, en particular en la Reserva Federal, que se dispone a realizar subidas de tipos de interés desde marzo de este mismo año. En el BCE, no se esperan cambios en los tipos de interés hasta, al menos, 2023. En este entorno monetario, los tipos de interés interbancarios han aumentado ligeramente en la primera mitad de enero. El euríbor a 3 meses ha subido desde el -0,572 % de diciembre al -0,563 % de mitad de enero, mientras que el euríbor a 12 meses ha aumentado del -0,501 % de diciembre al -0,483 % de mitad de enero. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha aumentado del 0,5 % de diciembre al 0,6 % de mitad de enero.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 octubre	2021 noviembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	22,1	288,7	28,8	26,64	30,72	(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	13,76	13,61	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,5	0,01	0,34	0,00	0,00	(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	0,38	0,63	(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	-0,65	-0,75	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	2,35	-6,75	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	27,72	-4,41	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	892,98	874,35 (a)	Con base 1985=100
15. Ibx-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.703,6	8.812,9	7.347,3	9.057,7	8.806,6 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 octubre	2021 noviembre	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,6	13,2	15,1	14,1	11,3 (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	-20,3	19,2	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	12,9	30	35,4	-57,1	66,6	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de enero de 2022.

Comentario "Mercados financieros: En la primera mitad de enero, los índices bursátiles han continuado con las subidas que se venían produciendo desde final del año pasado. En cualquier caso, estos índices aún no han recuperado los niveles previos a las caídas que se produjeron en el mes de noviembre por la aparición de la variante "ómicron" de la Covid-19. El IBEX-35 se sitúa en los 8.806,6 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 874,35 puntos. Por su parte, en el mes de noviembre (último dato disponible) se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 30,72 %). Por el contrario, se produjo una disminución en la ratio de contratación de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 13,61 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 19,2 % con respecto al mes precedente, mientras que las operaciones realizadas con opciones financieras sobre este mismo índice aumentaron un 66,6 %.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2018	2019	2020	2021 (2T)	2021 (3T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-1,4	2,5	1,2	1,4	1,7	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	1,7	2,2	7,2	4,8	4,2	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	270,1	282,0	335,3	331,8	327,4	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2018	2019	2020	2021 (2T)	2021 (3T)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	63,7	56,9	62,5	61,4	59,8	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	0,5	5,9	1,8	2,8	-0,8	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	-1,2	0,3	0,3	2,1	-0,7	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": En el tercer trimestre de 2021, el ahorro financiero en el conjunto de la economía aumentó hasta el 1,7 % del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 4,2 % del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas ha disminuido hasta el 59,8 % del PIB. .

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 septiembre	2021 octubre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	5,5	0,2	-0,1	0,3	0,08	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	0,3	-0,6	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,3	-0,3	0,8	-3,1	1,7	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	0,02	-0,4	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	1,6	1,1	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 septiembre	2021 octubre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-1,7	-0,8	-1,4	0,2	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	2,4	-1,1	-0,4	-0,2	-3,8	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	-0,8	-0,9	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En octubre, último dato disponible, se observó un ligero aumento del crédito al sector privado del 0,08 %. Los depósitos disminuyeron en un 0,6 %. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 1,7 % mientras que las acciones y participaciones lo disminuyeron en 0,4 %. Asimismo, se produjo un aumento en el volumen de préstamos dudosos del 0,2 % con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	media 2000-2018	2019	2020	2021 junio	2021 septiembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	179	114	113	112	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	81	78	79	81	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	231.976	176.838	175.185	-	175.185 (a)	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	37.607	23.851	22.589	20.823	20.330	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	BE	371.551	642.118	1.774.798	2.132.054	2.208.332 (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	79.421	132.611	260.971	290.262	289.545 (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 2000-2018	2019	2020	2021 junio	2021 septiembre	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de euros)	BE	26.049	102	3	34	16 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2020.

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

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En diciembre de 2021, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 289.545 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 2000-2018	2019	2020	2021 (2T)	2021 (3T)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	49,11	53,30	54,90	57,96	59,57	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	4.219,37	9.574,38	11.173,92	11.620,24	11.929,24	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado.
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	27.149,27	74.450,04	89.952,10	100.175,86	102.795,08	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	194,96	123,09	116,74	109,02	105,33	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,24	7,7	8,1	8,6	8,6	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,04	0,25	-2,4	-0,7	-0,6	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,43	0,59	0,4	0,4	0,5	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	5,78	6,96	-0,7	5,9	6,5	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": En el tercer trimestre de 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 169. La innovación, un desafío inaplazable

PANORAMA SOCIAL

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

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 285. Presupuestos 2022: confiando en el ciclo y en los fondos europeos

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 10, N.º 6 (2021). Spain's bumpy post-COVID-19 recovery

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 15. Diciembre (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 2022**

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

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria.

Descuento editorial: 10 % a bibliotecas, librerías y agencias.

Todas nuestras publicaciones se pueden descargar, de forma gratuita, en www.funcas.es**<http://www.funcas.es/Publicaciones>****publica@funcas.es**

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

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

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

Pedidos e información:

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



ISSN: 1132 - 9386



9771132938004