

Nuevos escenarios y reformas en curso

El conflicto en Ucrania
y la economía española

La reforma laboral de 2021

España y la reforma
de las reglas fiscales

Riesgo idiosincrático
y deuda soberana

La reactivación del
mercado hipotecario

Inversión extranjera
en España

Coste de capital
en la banca

Corporate venturing,
una forma de innovación

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

287

marzo/abril 2022

CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	El conflicto en Ucrania y la economía española <i>Raymond Torres y María Jesús Fernández</i>
	9	La reforma laboral de 2021: una evaluación preliminar <i>Rafael Doménech</i>
	19	La reforma de las reglas fiscales: ¿qué se juega España? <i>Santiago Lago Peñas</i>
	27	Deuda de la periferia de la UEM ante la potencial retirada de estímulos monetarios y la crisis geopolítica <i>José Manuel Amor, Salvador Jiménez y Javier Pino</i>
	41	La reactivación del mercado hipotecario español <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	47	¿Qué países confían más en la economía española? <i>Joaquín Maudos</i>
	55	Coste de capital en la banca española y europea <i>Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez</i>
	63	<i>Corporate venturing</i> , una forma de innovación para las empresas <i>Ignacio Astorqui, Isabel Gaya e Íñigo Morón</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	73	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	97	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	105	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

La invasión rusa de Ucrania ha desestabilizado los mercados internacionales de petróleo, gas y cereales con un impacto directo sobre una trayectoria inflacionista que ya con anterioridad era fuertemente ascendente. La esperada moderación en los precios de las materias primas y de distintos componentes industriales durante la segunda mitad del año y la corrección de los cuellos de botella en las cadenas de suministro, de producirse, no serán suficientes para compensar un escenario en el que se dibujan tasas situadas en niveles máximos de los últimos treinta años. Más allá de la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, el aumento de los costes de producción de las empresas comprime y hasta neutraliza casi por completo los márgenes empresariales de las actividades con mayor peso de los *inputs* energéticos. Todo ello ha desatado el descontento social en sectores como el transporte, la agricultura, la construcción y determinadas industrias, que no tienen capacidad para repercutir el aumento de costes.

En paralelo, el conflicto bélico por una parte y el enfrentamiento económico de Occidente con Rusia, por otra, han puesto de manifiesto la vulnerabilidad energética de la Unión Europea (UE), y especialmente la de algunos países. Como resumen RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ en su artículo, esta crisis traerá más inflación y menos crecimiento. En el mejor de los casos, con una contienda limitada en el tiempo, el impacto sería transitorio, la recuperación perdería fuelle pero se mantendría. Sin embargo, de prolongarse el conflicto, la recuperación podría descarrilar y desatar un mayor descontento social en un país como España que todavía no ha alcanzado los niveles prepandemia de actividad económica.

Está también por ver cómo ejecutará la UE su voluntad expresada de reducir la dependencia que ahora tiene de Rusia en suministros estratégicos como el gas, el petróleo y determinados minerales. Y si ello afectará de algún modo a los planes de descarbonización y de transición a una economía verde, acelerando la inversión en energías renovables, en infraestructuras o diversificando sus compras entre proveedores de otras áreas geográficas. Europa necesita una acción coordinada, no solo en materia monetaria o presupuestaria para hacer frente al *shock* de la inflación y al recorte del crecimiento, sino para reforzar su potencial de defensa en un contexto de reordenación del orden internacional. La geopolítica ocupará así un primer plano en aspectos que desempeñaban un papel secundario en el proceso de construcción europea, y la globalización posiblemente deje paso a un marco de relaciones económicas con mayor peso de los intercambios entre países de un mismo bloque.

Entre tanto, España debe seguir haciendo sus deberes, en materia fiscal, laboral y de pensiones. No solo como condiciones para recibir los fondos provenientes del Plan europeo de recuperación, sino porque las reformas son necesarias para mejorar el funcionamiento de la economía, el empleo y la sostenibilidad del Estado de bienestar. RAFAEL DOMÉNECH realiza una evaluación preliminar de la reforma laboral de 2021. Las deficiencias estructurales del mercado de trabajo español han sido diagnosticadas en reiteradas ocasiones y en buena parte tienen que ver con la regulación; por eso, se ha otorgado siempre un papel muy relevante a las reformas legislativas. La de 2012 proporcionó mayor flexibilidad a las relaciones laborales y permitió una recuperación rápida del empleo con un mejor comportamiento de algunas variables que en

anteriores fases expansivas de la economía española. Sin embargo, no contaba con el apoyo de los sindicatos y de una parte importante del arco parlamentario. La reforma de 2021, en cambio, ha sido el resultado de un amplio acuerdo social que ha permitido preservar muchos de los cambios de las reformas de 2010 y 2012, mejorando otros aspectos como la reducción de los tipos de contratos, la apuesta por la formación dual o la consolidación de los mecanismos de flexibilidad interna como los ERTE o el mecanismo RED. Si bien la evidencia inicial es favorable, aún es pronto para valorar los resultados de la reforma en el que se ha considerado su principal objetivo: la reducción de la temporalidad. Y, sobre todo, habrá que ver qué parte de la disminución de la temporalidad se debe a la conversión de contratos de duración determinada en contratos fijos-discontinuos, o a la caracterización como indefinidos de los contratos de obra en la construcción, o si existe una reducción general de la temporalidad y un aumento de la duración de los contratos, y si todo ello se traduce en un mayor o menor dinamismo en la creación de empleo.

La reforma de las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) condicionará significativamente la política presupuestaria de los países de la UE durante los próximos años. Aunque el calendario para su aprobación podría verse retrasado por el efecto económico final de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, es indudable que concluida la excepcionalidad impuesta por la COVID-19 se impondrá la vuelta a criterios de mayor rigor fiscal en lo que concierne a los niveles de déficit y deuda pública. El artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS examina algunas de las propuestas que hay sobre la mesa y considera razonable desde un punto de vista económico la necesidad de adoptar sendas de ajuste del déficit y la deuda adaptadas a la diversidad de los parámetros fiscales actuales de cada país. En cualquier caso, las finanzas públicas españolas continúan aquejadas de un déficit estructural que apenas se ve reducido en los escenarios presupuestarios más próximos y que se acumula sobre una deuda pública que en 2024 seguirá por encima del 110 % del PIB. Si no se producen alteraciones sustanciales en el sistema tributario y ajustes por el lado del gasto, el déficit total seguirá situando a España a la cabeza de la UE, con una situación de desequilibrio fiscal solo comparable a Francia o Bélgica. En la negociación de la reforma, la posición de España quedaría reforzada si, en paralelo a sus demandas, presentase las líneas maestras de un plan de consolidación fiscal a medio plazo que corrija de forma sostenida su desequilibrio estructural.

El retorno a algún tipo de reglas fiscales no será el único cambio en sentido restrictivo de la política económica de los próximos años. Antes de que eso suceda, la política monetaria ha iniciado ya el camino de la retirada de estímulos y solo la irrupción del conflicto bélico en Ucrania y la incertidumbre que todo ello genera podría retrasar algunos meses las primeras subidas de tipos oficiales en la eurozona. Este cambio de signo de la política monetaria vendrá acompañado de un reequilibrio en el precio relativo de la deuda española frente a la alemana. En este sentido, resulta fundamental identificar en qué medida los movimientos en las primas de riesgo responden a unos u otros factores y, en particular, si aparece algún tipo de riesgo idiosincrático propio de la situación política o económica del país. Este es el objeto de análisis del artículo de JOSÉ MANUEL AMOR, SALVADOR JIMÉNEZ y JAVIER PINO. A tal efecto, complementan el examen de las primas de riesgo basado en el diferencial de tipos de interés, con otras medidas que les permiten discernir mejor la existencia o no de factores idiosincráticos en episodios de fuerte vaivén en los diferenciales. Durante la crisis de la COVID-19, la política monetaria ultraexpansiva junto con el compromiso de las medidas de impulso fiscal auspiciadas y financiadas por las instituciones europeas redujeron al mínimo la probabilidad de un impacto asimétrico que obrara en perjuicio de los países con peores registros fiscales. En el actual escenario de conflicto bélico, la ampliación de las primas de riesgo no estaría siendo producto de un aumento del riesgo idiosincrático, a la luz de los indicadores complementarios manejados. La clave de dicho riesgo en el futuro estaría más bien asociada a factores como las vulnerabilidades estructurales de cada país, los avances o retrocesos en la arquitectura institucional de la UE y el grado de compromiso del BCE en evitar la fragmentación financiera en la eurozona.

El mercado hipotecario se recupera lentamente en España tras el estancamiento sufrido durante 2020, con la vista puesta en lo que pueda suceder con los tipos de interés y la inflación, así como en el impacto de la guerra de Ucrania. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ dibuja un horizonte de crecimiento moderado y estable a lo largo de 2022, resultado de las tendencias observadas de aumento de las compraventas y del porcentaje de estas que son objeto de financiación hipotecaria. Se detecta también una subida paulatina de los tipos de interés medios de las hipotecas, arrastrados por las tendencias de los mercados globales, donde las expectativas sobre tipos apuntan en esa dirección. Aumentan asimismo las novaciones de contratos y hay una rápida transición

hacia contratar, o renegociar para convertir los tipos variables en tipos fijos. Finalmente, el recurso a la titulación como mecanismo alternativo de generación de liquidez y negocio para las entidades financieras sigue teniendo un margen importante de crecimiento en los próximos meses, más aún ante posibles subidas de los tipos de interés.

La inversión extranjera es una importante fuente de financiación para el crecimiento económico de un país como España en el que el ahorro interno es muchas veces insuficiente para financiar los procesos de inversión. Pero la inversión extranjera es también un indicador del grado de confianza que se tiene en la economía española. Como señala JOAQUÍN MAUDOS en su artículo, cuanto más sólidos sean los fundamentos macroeconómicos (nivel de deuda, expectativas de crecimiento, estabilidad, etc.), mayor será la probabilidad de captar inversión procedente del exterior y a un menor coste. Seis países concentran más de las dos terceras partes de la inversión extranjera en España, con Francia, Alemania y Luxemburgo en los primeros lugares, seguidos por Estados Unidos, Países Bajos, Italia y Reino Unido. Especial relevancia tiene la inversión directa, por su vocación de permanencia y la aportación que realizan en actividades innovadoras y con empleo cualificado, contribuyendo positivamente a la internacionalización y competitividad de las empresas. El contrapunto es el endeudamiento de la economía española que, si bien ha sido posible gracias a la confianza de terceros países, en su componente de deuda pública constituye un factor de vulnerabilidad especialmente importante. Mientras el sector privado ha realizado un notable esfuerzo de desapalancamiento, el endeudamiento público ha alcanzado niveles que podrían poner en riesgo su sostenibilidad si se transita hacia escenarios de finalización de los programas de compra de activos del BCE y aumento de los tipos de interés.

Tras los meses más duros de la pandemia, y antes de la irrupción de las tensiones geopolíticas en Ucrania, el sector bancario español prácticamente había recuperado la valoración bursátil que tenía antes de la crisis. Dos factores están detrás de esta positiva evolución del sector: la mejora de la rentabilidad en 2021, impulsada

sin duda por el esfuerzo de saneamiento realizado en el ejercicio anterior y por el impacto positivo de los beneficios extraordinarios, y las expectativas de normalización de los tipos de interés a partir de las señales avanzadas por las autoridades monetarias, que debería dar lugar a una mejora de los márgenes y de la rentabilidad bancaria. Sin embargo, como explican en su artículo MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ, la mayoría de las entidades sigue cotizando por debajo de su valor en libros, lo que pone de manifiesto que la rentabilidad generada por el sector está por debajo de la requerida por los inversores, es decir, del coste de capital. A pesar de la amplia heterogeneidad entre entidades, diferentes estimaciones del coste de capital confirman la divergencia que sigue existiendo entre dicho coste implícito y la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) de la banca europea desde la crisis financiera de 2008. Pero, de mantenerse en el tiempo los últimos resultados, la trayectoria del gap entre esas dos magnitudes podría ser indicativa, a juicio de los autores, de un importante potencial de revalorización de la banca.

El último artículo de este número de *Cuadernos de Información Económica*, de IGNACIO ASTORQUI, ISABEL GAYA e ÍÑIGO MORÓN, expone el funcionamiento y los principales resultados de los procesos de innovación empresarial mediante el *corporate venturing*: una forma de participación de empresas asentadas en empresas emergentes con gran potencial tecnológico o disruptivo. Las ventajas mutuas que obtienen tanto las compañías inversoras como las *start-ups* han dado lugar a una tendencia creciente del número de operaciones y del volumen de fondos movilizado, a nivel global por supuesto, y también en referencia a España. Grandes compañías de los más diversos sectores han creado divisiones de apoyo al emprendimiento innovador para la entrada en proyectos que abren la puerta a nuevos modelos de negocio y nuevas formas de gestión empresarial que van más allá de las operaciones de adquisición propiamente dichas, al articularse sobre múltiples mecanismos de colaboración que permiten un acceso directo al talento y al ecosistema emprendedor. En España, el acumulado de rondas de inversión en *start-ups* durante 2021 alcanzó un volumen de inversión de 4.200 millones de euros, por encima de la suma de los tres años anteriores.

El conflicto en Ucrania y la economía española

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

La invasión de Ucrania por parte de las tropas rusas, además de asestar un nuevo golpe a la economía europea, marca un antes y un después en el orden económico mundial. El impacto en la economía española es difícil de cuantificar, por las incertidumbres sobre la envergadura de la contienda y su duración. Sin embargo, las turbulencias generadas por la crisis han empezado a manifestarse en forma de más inflación y menos crecimiento. En el mejor de los casos, con un conflicto bélico contenido en el tiempo y con un acuerdo entre las partes, el impacto sería transitorio, de modo que la senda de recuperación perdería fuelle, pero se mantendría. Sin embargo, de prolongarse o extenderse a otros países, el conflicto generaría un riesgo de estanflación, exacerbando el descontento social. Una perspectiva muy preocupante para un país como el nuestro, todavía rezagado en la remontada tras el golpe de la pandemia y con una deuda pública elevada.

El precio de la energía, principal escollo de la recuperación

En la primera línea de los efectos del conflicto figuran los mercados energéticos, fuertemente dependientes de los suministros procedentes de Rusia, sobre todo en el sector del gas. Rusia posee la cuarta parte de las reservas mundiales de gas, y es prácticamente el único productor en posición de modular su extracción y sus exportaciones en función de los vaivenes del mercado o de sus intereses. Por otra parte, el país ostenta el segundo puesto en el *ranking* de exportaciones de petróleo, y sus reservas rozan el 5 % del total mundial. Rusia también posee el 41 % de las reservas conocidas de

paladio, un componente esencial para la producción de material tecnológico y de motores eléctricos. También suministra cereales y buena parte de los minerales que causan cuellos de botella en el mundo.

La sacudida ya se ha notado en la cotización del gas y del petróleo, con incrementos superiores al 12 % y al 15 %, respectivamente, desde el inicio de las hostilidades. Estos son mercados muy volátiles, sujetos a sobrerreacciones y, por tanto, es posible una corrección, como ya hemos visto en fechas recientes. Sin embargo, es previsible una tendencia alcista, porque Rusia utiliza la energía como instrumento de presión sobre los países importadores. Por otra parte, es probable un desvío de parte de

* Funcas.

las exportaciones hacia China. Todo ello sin contar con una eventual indisponibilidad del gasoducto que atraviesa una Ucrania en guerra. Y, sobre todo, la Unión Europea (UE) ya ha decidido reducir su dependencia del suministro del gigante euroasiático.

Más inflación

Como es sabido, el gas ruso es un factor crucial en la determinación del precio de la electricidad en los mercados mayoristas europeos, incluso en países como España con una exposición relativamente reducida con respecto a ese país. El encarecimiento de la factura de la luz es precisamente lo que explica el fuerte brote de inflación registrado desde mediados de 2021.

En efecto, la tasa general de inflación comenzó el año 2021 en niveles muy reducidos, cercanos a cero, y fue a partir de marzo cuando inició una senda ascendente que le llevó a alcanzar el 6,5 % en diciembre de ese año, y el 7,6 % en febrero de 2022 (gráfico 1). Al principio, el ascenso procedió exclusivamente de los productos energéticos, y fue consecuencia de la normalización del precio del petróleo tras la fuerte caída registrada el año anterior

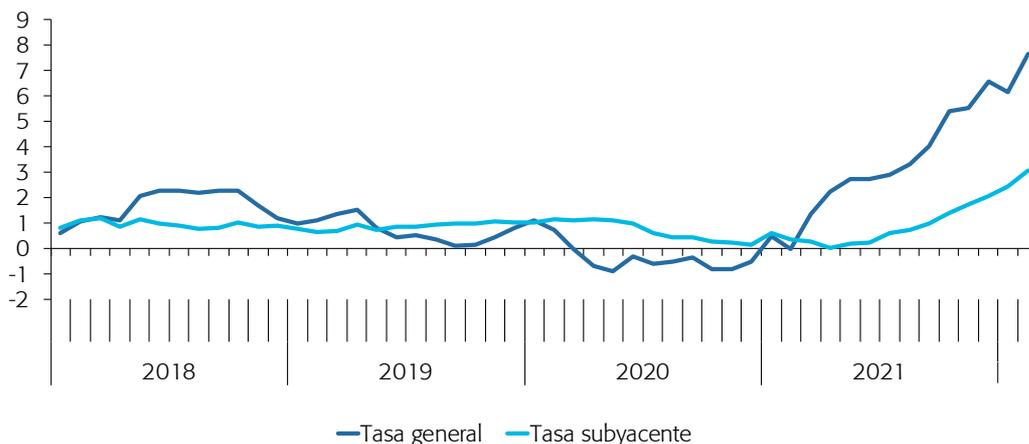
a raíz de la pandemia, así como del incremento del precio de la electricidad. La inflación subyacente, sin embargo, continuó moviéndose en tasas cercanas a cero. No se trataba, por tanto, de un incremento estructural de la tasa de inflación, ya que, salvo por lo que respecta al precio de la electricidad, suponía simplemente la recuperación del nivel de precios de un número muy limitado de productos tras la reapertura de la economía.

Pero a partir del verano comienzan a operar otras fuerzas. El precio del petróleo continuó ascendiendo después de alcanzar el nivel previo a la pandemia, elevando los precios de los combustibles también más allá de dicho nivel. De hecho, los ascensos de cotizaciones eran ya generalizados desde hacía meses en todos los mercados internacionales de materias primas, tanto energéticas como industriales o agrícolas. A ello se sumaba el fuerte encarecimiento del transporte marítimo y la escasez de ciertas semimanufacturas, como los semiconductores, debido a disfunciones derivadas de la parada y posterior reapertura de la economía a raíz de la pandemia, así como del fuerte crecimiento de la demanda y del comercio internacional. Todo ello disparó los costes de producción, lo que se refleja en la histórica escalada del índice de precios industriales, que en los últimos meses del año ya situaba su

Gráfico 1

Tasas de inflación

(Variación interanual en porcentaje)

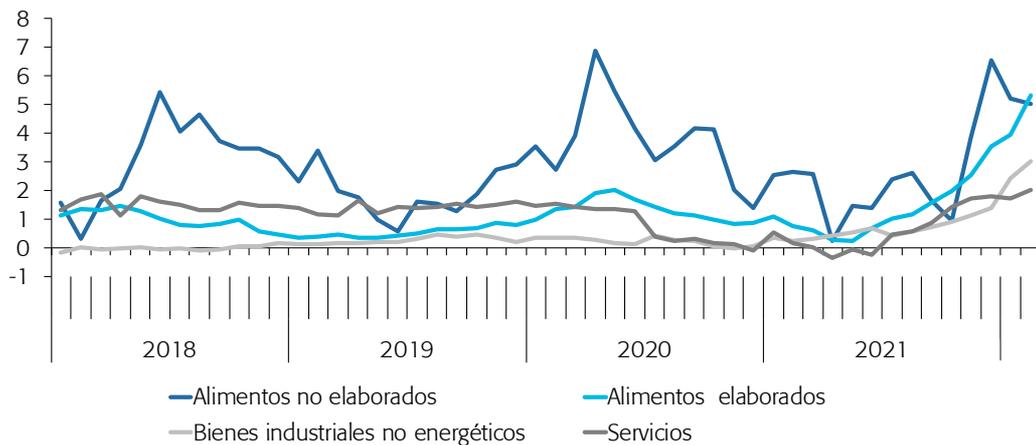


Fuente: INE.

Gráfico 2

Tasas de inflación por grandes componentes

(Variación interanual en porcentaje)



Fuente: INE.

tasa de inflación por encima del 30 %, y por encima del 10% si se excluyen los productos energéticos.

Por otra parte, junto al aumento de precio de los combustibles por encima de los niveles previos a la pandemia, otro factor que aceleró la inflación de los precios de consumo a partir del verano fue el fuerte ascenso del precio de la electricidad, como consecuencia del aumento del precio internacional del gas natural, y, como tercer factor, el inicio de una trayectoria alcista también en la tasa de inflación subyacente. Esta pasó de registros inferiores al 0,6 % en la primera mitad del año a un 2,1 % en diciembre, y un 3 % en febrero de 2022 (gráfico 1).

El aumento de la inflación subyacente procedió, en parte, de la recuperación del nivel de precios en determinados servicios que sufrieron una caída al inicio de la pandemia, como hoteles y paquetes turísticos internacionales, es decir, a circunstancias transitorias no estructurales. Pero también aumentó la inflación, especialmente a partir de octubre, en otras categorías de servicios que no sufrieron caídas en 2020, así como en los bienes industriales no energéticos —que tampoco fueron afectados negativamente por la pandemia— y en los alimentos elaborados. Los no elaborados presentaron un comportamiento muy errático a lo largo del año, algo

característico de esta categoría, y no es hasta diciembre cuando se sitúa en tasas relativamente elevadas, por encima del 5 %, si bien no es un nivel anómalo en esta categoría (gráfico 2).

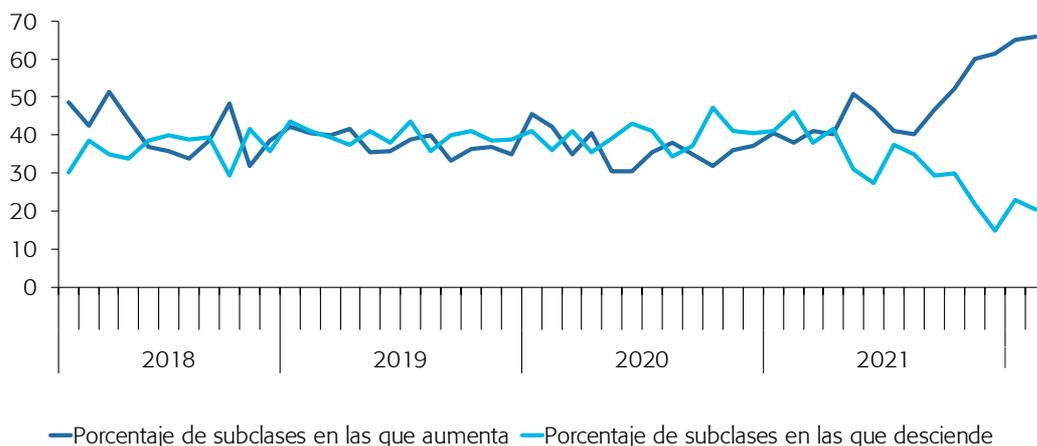
En suma, a partir del verano el incremento de la inflación empieza a generalizarse y a afectar a un número cada vez más amplio de bienes y servicios de la cesta de consumo. Desde esas fechas comienza a aumentar el número de subclases del IPC con tasas de inflación crecientes, al tiempo que disminuye el número de subclases en las que la inflación desciende (gráfico 3). Asimismo, el número de las que registraban una tasa de inflación superior al 2 %, que antes de la pandemia se situaba cada mes en torno al 17 % del total de subclases, en diciembre del pasado año fue del 34 %, y en febrero de este año alcanzó el 54 %. Este proceso de generalización de las tensiones inflacionistas cabe ser achacado a la transmisión hacia los precios finales de consumo de los mayores costes de producción derivados del mencionado encarecimiento de las materias primas y del transporte marítimo.

En la zona del euro también se observó un proceso similar, si bien el incremento de la tasa general de inflación fue menos intenso, lo que hizo que el diferencial entre ambas tasas, que hasta abril había

Gráfico 3

Subclases del IPC en las que la inflación aumenta o disminuye

(Porcentaje del total de subclases)



Fuente: Funcas a partir de datos del INE.

sido favorable a España, cambiara de signo a partir de entonces, volviéndose favorable a la eurozona (gráfico 4). Esto fue consecuencia del incremento más intenso de los precios de los productos energéticos en España, mientras que la tasa de inflación subyacente fue durante todo el año más baja aquí que en la eurozona. No obstante, en enero de 2022 el diferencial de esta última también cambia de signo.

Menos crecimiento

Aunque la incertidumbre con respecto a la evolución de la tasa de inflación ha sido muy elevada desde el inicio del actual brote inflacionista, en general se esperaba que a partir de la primavera se moderasen los precios de las materias primas, y que se corrigieran las disrupciones en el transporte marítimo y otros sectores. Esto conllevaría el progresivo descenso de la inflación en la segunda mitad del año. Pero el estallido de la guerra en Ucrania, y el consiguiente agravamiento de las tensiones en los mercados internacionales de productos energéticos y agrícolas, abre un preocupante escenario de tasas de inflación en niveles máximos de varias décadas, con un severo impacto sobre la capacidad adquisitiva de los consumidores y sobre los costes

de producción, y, en consecuencia, sobre el nivel de actividad económica.

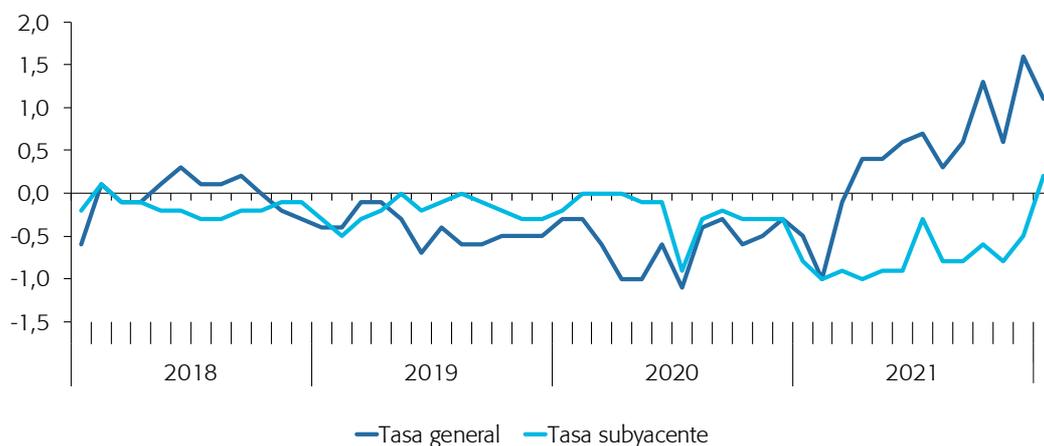
El estallido de la guerra en Ucrania, y el consiguiente agravamiento de las tensiones en los mercados internacionales de productos energéticos y agrícolas, abre un preocupante escenario de tasas de inflación en niveles máximos de varias décadas, con un severo impacto sobre la capacidad adquisitiva de los consumidores y sobre los costes de producción y, en consecuencia, sobre el nivel de actividad económica.

Todo ello conlleva una pérdida de poder adquisitivo de los hogares y un estrechamiento de los márgenes empresariales. Incluso suponiendo un impacto moderado, con una cotización del gas sin cambios en 100 euros por bcm, y de 100 dólares en el caso del barril de petróleo (15 dólares menos que ahora), el IPC de la economía española se incrementaría en más de dos puntos adicionales en relación con el escenario preconflicto. Es decir, la inflación se mantendría en niveles superiores al 8 % durante unos meses antes de descender, de modo que la media para el conjunto de 2022 se

Gráfico 4

Diferencial de las tasas de inflación España-eurozona

(Puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

quedaría en el entorno del 6,8 %, frente al 3,7% previsto en enero.

Nos asomamos por tanto a una erosión del poder adquisitivo de los hogares. Actualmente los salarios pactados están creciendo a un ritmo anual del 2,6 %, según los datos del pasado mes de febrero. Para mantener su gasto en consumo, los hogares pueden recurrir al ahorro acumulado durante la pandemia, pero por esa misma razón la capacidad de crecimiento en años venideros se vería comprometida. Un frenazo del consumo sería por tanto ineludible a corto o medio plazo.

Las empresas también se enfrentan a nuevas dificultades, con unos costes que ya venían aumentando fuertemente antes del conflicto. En enero, el índice de precios industriales registró un crecimiento interanual del 35,7 %, por el tirón de los productos energéticos (91,4 %) y, en menor medida, los no energéticos (12 %, el récord desde 1984). Esta trayectoria fuertemente ascendente refleja sobre todo el encarecimiento de las materias primas, y de componentes cruciales para el aparato productivo como los semiconductores y los metales. De momento, el alza de costes solo se ha trasladado parcialmente a los precios finales de las empresas no energéticas, y por tanto todo apunta a que los

beneficios se han visto afectados. Esto, sin duda, explica el descontento social en sectores como el transporte y la agricultura.

El corolario es una desaceleración de la inversión empresarial, habida cuenta de la reducción de los excedentes, del agravamiento de los cuellos de botella en suministros afectados por la escasez de componentes y, sobre todo, por el clima de incertidumbre exacerbado por la guerra en el este de Europa. Sin duda, los fondos europeos pueden contrarrestar hasta cierto punto este riesgo. Pero para ello, además de solventar los retrasos en su gestión, conviene priorizar la ejecución de esos fondos de modo que no provoquen un repunte adicional de la inflación. Algunos sectores como el de la construcción ya se enfrentaban antes del conflicto a una escalada de costes, cuando no a dificultades de abastecimiento.

En suma, lo que nos depara esta crisis es más inflación y menos crecimiento. En el mejor de los casos, es decir con un conflicto bélico contenido en el tiempo y con un acuerdo entre las partes, el impacto sería transitorio, de modo que la senda de recuperación perdería fuste, pero se mantendría. Sin embargo, de prolongarse o extenderse a otros países, el conflicto generaría un riesgo de estanflación,

Cuadro 1

Previsiones de Funcas para 2022

	Antes del conflicto en Ucrania (enero 2022)	Después del conflicto (marzo 2022)
PIB (crecimiento medio anual)	5,6	4,2
Inflación (tasa media anual)	3,7	6,8

Fuente: Funcas.

exacerbando el descontento social. Una perspectiva muy preocupante para un país como el nuestro, todavía rezagado en la remontada tras el golpe de la pandemia y con una deuda pública elevada.

En un escenario central de mantenimiento del precio del petróleo en torno a 120 dólares, y de los precios del gas y de la electricidad un 25 % por encima de los vigentes a comienzos de año, la previsión de crecimiento del PIB en 2022 se ve recortada en 1,4 puntos en comparación a la realizada en enero, hasta un 4,2 %, mientras que la previsión de inflación se eleva hasta el 6,8 % de media anual, frente al 3,7 % esperado en enero.

El ejercicio de elaboración de previsiones en este contexto se encuentra afectado por un elevado grado de incertidumbre con respecto a la evolución de factores imposibles de predecir, sobre los cuales solo podemos establecer hipótesis y elaborar diferentes escenarios. El cumplimiento de las previsiones, en consecuencia, está condicionado al cumplimiento de dichas hipótesis. En este sentido, Funcas ha revisado sus previsiones de crecimiento e inflación, partiendo en su escenario central del supuesto de mantenimiento del precio del petróleo en torno a 120 dólares/barril a lo largo del año, y de los precios del gas y de la electricidad en niveles en torno a un 25 % por encima de los vigentes en enero-febrero de este año. En este escenario, la previsión de crecimiento del PIB en 2022 se ve recortada en 1,4 puntos porcentuales en comparación a la realizada en enero, hasta un 4,2 %, mientras que la previsión de inflación se eleva hasta el 6,8 % de media

anual, frente a al 3,7 % esperado en enero (cuadro 1). En cuanto al perfil trimestral esperado, no se espera una recesión, es decir, tasas de crecimiento negativas, pero sí podría paralizarse el crecimiento en alguno o varios trimestres, lo que significa que estaríamos bordeando la estanflación. En cualquier caso, el elevado efecto de arrastre derivado del fuerte ritmo de crecimiento registrado en la segunda mitad de 2021 hace improbable que el crecimiento anual se sitúe este año por debajo del 3 %.

El papel crucial de la política económica y de las sanciones

La política económica jugará un papel clave. Sin duda, el BCE tendrá que ajustar su estrategia de tipos de interés ante una inflación significativamente más persistente de lo previsto, ya se anticipan subidas de tipos a finales de año, sino antes. Sin embargo, también debe proporcionar suficiente liquidez y aplicar tanta gradualidad como sea necesaria en la reducción del programa de compra de bonos públicos. Y es que es crucial prevenir brotes de las primas de riesgo. El riesgo de interrupción de los flujos de financiación es especialmente elevado para los países más endeudados como España.

La política presupuestaria, por su parte, se enfrenta a un dilema. En el escenario de conflicto prolongado, es la única capaz de contrarrestar, hasta cierto punto, el impacto de la escalada de los precios energéticos en los ingresos de los hogares y en el crecimiento de la economía. Pero esta estrategia se enfrenta a limitaciones evidentes tras la acumulación de deuda generada por la pandemia. De ahí que cada vez más voces en Bruselas aboguen por

una reforma de los mercados de hidrocarburos y de la electricidad para aminorar el impacto del precio del gas.

La crisis revela las vulnerabilidades en materia de defensa y de energía de la UE. La necesidad de una acción coordinada, tanto en materia de política económica como de defensa, cobra especial relevancia en el actual contexto de polarización internacional. Tras el impacto macroeconómico del conflicto, afloran tendencias geopolíticas que venían observándose estos últimos años y que ahora se están agudizando.

La gestión de las sanciones impuestas a la potencia agresora será también determinante en relación con la duración del conflicto. La desconexión parcial de la plataforma SWIFT y, sobre todo, la congelación de cerca de la mitad de los 630.000 millones de dólares de reservas de cambio, están generando una fuga de depósitos, una devaluación del rublo y una creciente desorganización del sistema financiero. Importantes empresas occidentales se han retirado del mercado ruso. En este contexto, Rusia se asoma al desplome de su economía y a un profundo malestar social, ambos elementos a favor de un acuerdo con Ucrania y de un conflicto contenido en el tiempo. Sin embargo, China, en consonancia con la declaración conjunta sellada durante los Juegos Olímpicos de Invierno evidencia su afinidad, aportando un balón de oxígeno a la estrategia rusa (un apoyo que, sin duda, conlleva contrapartidas).

En conjunto, el conflicto que se ha desatado en el este de Europa complica la senda de recuperación de la economía española. El respaldo de la política monetaria y una acción inteligente en materia de política presupuestaria, en coordinación con el resto de la UE, son cruciales para contener los riesgos. Pero los objetivos preconflicto de inversión, descarbonización y reformas consensuadas con los agentes sociales mantienen toda su vigencia, por el carácter ineludible y duradero del *shock* energético, incluso si, por fortuna, Rusia y Ucrania sellaran un acuerdo.

Un nuevo orden mundial

Finalmente, la necesidad de una acción europea coordinada, tanto en materia de política económica como de defensa, cobra especial relevancia en el actual contexto de polarización internacional. Tras el impacto macroeconómico del conflicto, afloran tendencias geopolíticas que venían observándose estos últimos años y que ahora se están agudizando. El apoyo de China a Rusia, aunque no es incondicional, afianza la posición del gigante asiático en la pugna que mantiene con EE. UU. y que anticipa cambios en el sistema multilateral. Por otra parte, la crisis revela las vulnerabilidades en materia de defensa y de energía de la UE. La inesperada decisión de Alemania de incrementar el gasto militar es significativa a este respecto. Y la reducción de la dependencia del gas ruso será, sin duda, una de las grandes prioridades de Bruselas. Todo ello debería redundar en un mayor protagonismo de la UE en materia de política fiscal, tecnológica y energética en los próximos años. A España le conviene entender estas dinámicas y, desde su claro compromiso europeo, hacer valer sus activos.

La reforma laboral de 2021: una evaluación preliminar

Rafael Doménech*

La reforma laboral de 2021 es el resultado de un acuerdo social que despeja incertidumbres sobre el marco de relaciones laborales. Al tiempo que presenta mejoras, evita retroceder en importantes avances conseguidos en la última década. De hecho, la anterior reforma de 2012 permitió una reducción rápida del desempleo con un mejor comportamiento de la temporalidad, de los salarios reales y de la desigualdad, que en la anterior expansión de 1994 a 2007. Con la nueva reforma se mejoran algunos aspectos de la anterior regulación, como la reducción de los tipos de contratos, la apuesta por la formación dual y los contratos formativos, o la consolidación de los mecanismos de flexibilidad interna como los ERTE o el mecanismo RED. Sin embargo, la reforma no es lo suficientemente ambiciosa como para resolver los problemas estructurales del mercado de trabajo español y avanzar hacia una mayor flexiseguridad.

Durante las últimas cuatro décadas aproximadamente la mitad de brecha en la renta por persona en edad de trabajar de España con las economías europeas más avanzadas se explica por el funcionamiento ineficiente y poco equitativo de nuestro mercado de trabajo. Desde 1980 hasta 2021 la tasa media de desempleo en España ha sido del 16,9 % (más que duplicando la de esas sociedades), con un mínimo del 8,2 % en 2007 y un máximo del 26,1 % en 2013, lo que nos indica la enorme variabilidad cíclica del empleo. Como la tasa de desempleo juvenil suele duplicar la del conjunto de la población activa, no es de extrañar que España sobresalga negativamente en las oportunidades de empleo a los jóvenes. Además, durante décadas la tasa de empleo temporal ha sido la más elevada de los países de la Unión Europea (UE). Todo ello hace

que los flujos de entrada y salida del empleo al desempleo y viceversa sean muy volátiles. Por el contrario, el empleo a tiempo parcial, particularmente el de carácter voluntario, se encuentra menos extendido que en otros países de nuestro entorno.

El desempleo en España no solamente es muy elevado, sino que sobre todo lo es la tasa de paro de larga duración. La evidencia muestra que, a diferencia de otros países, la respuesta más habitual del mercado de trabajo antes *shocks* adversos de demanda o de oferta ha sido la destrucción de puestos de trabajo en lugar de disminuciones de los salarios o de las horas trabajadas. La única excepción a esta regularidad durante décadas ha sido la crisis de la COVID-19, en la que los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) han permitido que

* BBVA Research y Universidad de Valencia.

el ajuste se hiciera a través de las horas de trabajo sin destruir empleo. Por último, conviene destacar la elevada heterogeneidad regional, con enormes diferencias en las tasas de paro, que se encuentran correlacionadas negativamente con los niveles regionales de productividad del trabajo.

Todas estas deficiencias se traducen en una elevada desigualdad, puesto que el desempleo y la temporalidad se concentran con mayor intensidad en los grupos más vulnerables y de menor renta. Como se muestra más adelante, la evidencia temporal indica que el desempleo explica un 80 % de la varianza de la desigualdad en España durante las tres últimas décadas. Por su parte, la evidencia microeconómica obtiene un resultado parecido. Además, estas debilidades del mercado de trabajo suponen una importante pérdida de eficiencia económica. Primero, porque un enorme porcentaje de personas en edad de trabajar no lo hacen. Segundo, porque la inestabilidad laboral afecta al capital humano, a través de la formación continua o de la mejora de la experiencia laboral. Todo ello hace que este funcionamiento anómalo del mercado de trabajo en España tenga un enorme coste en términos de bienestar social.

Puesto que estas deficiencias del mercado de trabajo español son estructurales y bien conocidas, la Comisión Europea lleva años realizando recomendaciones específicas para su resolución. La puesta en marcha en 2020 de los fondos europeos *Next Generation EU (NGEU)* como respuesta a la crisis económica de la COVID-19 incorporó la condicionalidad a los países beneficiarios de estos fondos de adoptar medidas correctoras con las que atender estas recomendaciones específicas. Como resultado, el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia de España propuso en su componente 23 un conjunto de hitos para mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo, entre los que se encuentra precisamente la reforma laboral aprobada en 2021.

La economía política de la reforma

Para comprender la economía política de la reforma de 2021, resulta conveniente entender

las posiciones de partida de los agentes sociales. La de las organizaciones empresariales era preservar, en la medida posible, los aspectos de la reforma de 2012 que dotaron al mercado de trabajo de una mayor flexibilidad y evitar una vuelta atrás hacia un marco de relaciones laborales más rígido. Lamentablemente, para los sindicatos y una parte del Gobierno y del arco parlamentario el objetivo principal de la nueva reforma era derogar la de 2012 y parte de la realizada en 2010, sin haber evaluado rigurosamente sus efectos y sin haber llegado a un consenso de los problemas estructurales del mercado de trabajo como los que muestran, por ejemplo, la Oficina Nacional de Prospectiva (2021), o Andrés y Doménech (2015). El problema es que, si las reformas parten de un diagnóstico sesgado o parcialmente erróneo, es difícil que puedan resolver los problemas estructurales del mercado de trabajo.

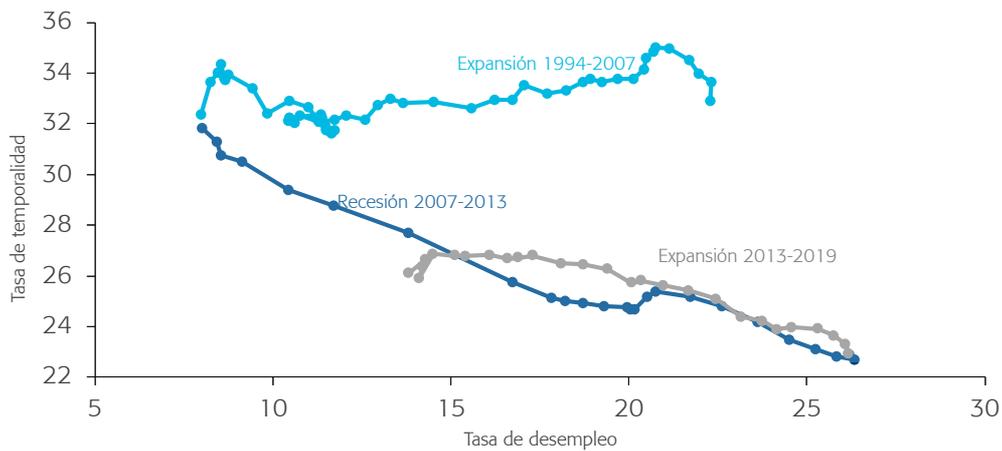
Las críticas a las reformas laborales de 2010 y, sobre todo, 2012 se han centrado en la precarización del empleo, una disminución del salario real y, como consecuencia de ambas, el aumento de la desigualdad. La evidencia, por el contrario, nos indica que el comportamiento del mercado de trabajo durante la recuperación posterior a la Gran Recesión y a la crisis de deuda soberana hasta la pandemia fue mejor en estos tres ámbitos que en el ciclo expansivo anterior, entre 1994 y 2007.

En el gráfico 1 se muestra la tasa de temporalidad desde el primer trimestre de 1994 hasta el último de 2019, frente a la tasa de desempleo. El promedio de 1994 a 2007 fue del 33,1 %. Por el contrario, la media de 2013 a 2019 fue del 25,4 %, casi ocho puntos menos. A finales de 2019, con una tasa de desempleo del 13,8 % la temporalidad era del 26,1 %, frente al 32,8 % para la misma tasa de desempleo en el ciclo expansivo anterior. Las reformas de 2010 y 2012 redujeron las diferencias en los costes de despido de los contratos indefinidos y objetivaron sus causas (véase, por ejemplo, OCDE, 2013), lo que sin duda ayudó a reducir la tasa de temporalidad, junto con los cambios en la composición sectorial (por ejemplo, un menor peso de la construcción) o en el patrón de crecimiento (por ejemplo, un aumento de las exportaciones y de

Gráfico 1

Tasa de desempleo y de temporalidad (España, 1994-2019)

(Porcentaje)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

las empresas exportadoras, que se caracterizan por menores tasas de temporalidad).

Sin embargo, no parece que los cambios en la composición sectorial puedan explicar la importante disminución de la temporalidad entre ambos ciclos expansivos. De hecho, cuando se descompone su disminución entre la provocada por las variaciones en la composición sectorial y la atribuida a otros factores, se constata la existencia de un componente común en todos los sectores. Pese a las enormes diferencias de temporalidad entre actividades (del 54 % en el sector primario al 8 % en el financiero), los cambios en los pesos de las distintas ramas productivas apenas son capaces de explicar unas décimas de la disminución de la temporalidad. La razón es que, salvo en educación, salud y administraciones públicas, la tasa de temporalidad ha disminuido de forma generalizada. Entre 1995 y 2020, disminuyó 6,7 puntos en el sector primario, 7,3 en los servicios, 13,5 en la industria manufacturera y 27,8 en la construcción.

Otra de las críticas a las anteriores reformas es que los contratos temporales han disminuido su duración media, de manera que ha aumentado la rotación de los contratos. Sin embargo, aunque las anteriores reformas aumentaron los incentivos del

contrato indefinido frente al temporal, ninguna de ellas alteró el atractivo de unos contratos temporales frente a otros. Por lo tanto, la razón de la mayor rotación con menor temporalidad debe buscarse entre otras hipótesis que hayan facilitado la utilización de contratos temporales de menor duración, como la transformación tecnológica y la disrupción digital.

Una dimensión complementaria de la precariedad es la tasa de empleo parcial, sobre todo en la medida que sea involuntaria. Sin embargo, tampoco en este ámbito se encuentran grandes cambios respecto a la situación precedente. De acuerdo con los datos de Eurostat en 2019, la tasa de empleo a tiempo parcial en España se situaba en el 14,4 %, 7 puntos por debajo de la media de la UE, y a un nivel similar a los años anteriores a la Gran Recesión. Adicionalmente, el porcentaje de trabajadores a tiempo parcial de carácter involuntario (53 % en 2021) era muy similar al existente, por ejemplo, en 2011 (un 54 %). Si además de estas dimensiones, se tienen en cuenta el empleo de bajos salarios, la sobrecualificación o las características de la jornada de trabajo (como, por ejemplo, en el estudio elaborado por CC. OO. y el Instituto de Economía Internacional de la Universidad de Alicante, 2021), se observa que la precariedad en 2019 era similar o inferior a la de años previos a la Gran Recesión.

Gráfico 2

Salario real por trabajador equivalente a tiempo completo y tasa de desempleo (España, 1994-2019)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

La precariedad debida a la reforma de 2012 se ha entendido también como devaluación salarial, esto es, una disminución de los salarios reales, esto es, una disminución de los salarios reales. Sin embargo, tampoco en esta variable la evidencia confirma esta crítica. En el gráfico 2 se representa la evolución del salario real medio por trabajador equivalente a tiempo completo (ETC), utilizando el deflactor del PIB para convertir las magnitudes nominales en reales, frente a la tasa de desempleo. Como se observa, el comportamiento de los salarios reales durante la expansión económica de 2013 a 2019 ha sido mejor que la experimentada en la anterior de 1994 a 2007. Con la recuperación iniciada en 2013 se redujo el desempleo y se mantuvo estable el salario real medio. Desde que se inicia la recuperación a principios de 2013 hasta el primer trimestre de 2020, la tasa de desempleo disminuyó en 12,6 puntos, desde el 26,4 % al 13,8 %. Durante este tiempo, los salarios reales aumentaron un 0,1 %, manteniéndose prácticamente constantes por cada punto de disminución del desempleo. El efecto composición negativo de las variaciones del empleo sobre los salarios reales, que caracterizó las expansiones y recesiones anteriores, no tuvo las mismas consecuencias durante estos años. Por el contrario, de 1994 a 2007 se redujeron el desempleo y el salario real medio. En ese periodo expansivo, del segundo trimestre de 1994 al primero de

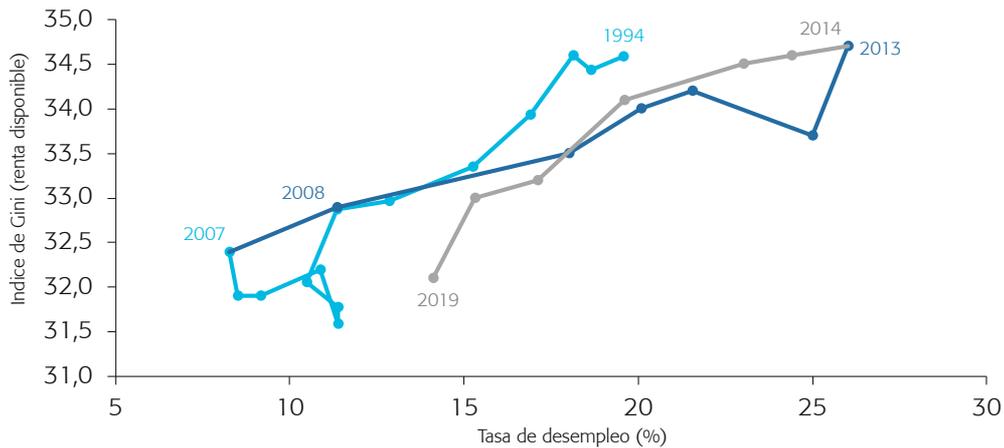
2007, la tasa de desempleo disminuyó 14,3 puntos (desde el 22,3 % al 8 %), pero el salario real medio descendió un 6,1 %. Esto supuso 4,3 décimas de reducción del salario real por cada punto de disminución de la tasa de desempleo.

Por último, la tercera crítica a la reforma de 2012 es que, como consecuencia de la precariedad del mercado de trabajo, la desigualdad ha aumentado. En el gráfico 3 se representa la evolución de la desigualdad, medida con la renta disponible después de impuestos y transferencias, desde 1994 hasta 2019. Lo primero que se observa es que la desigualdad está estrechamente correlacionada con el desempleo: el coeficiente de correlación es 0,87. Este resultado confirma que una de las mejores estrategias para reducir la tasa de desempleo en España es aumentar la tasa de empleo. Lo segundo es que en el ciclo expansivo iniciado a partir de 2013 la desigualdad fue de media casi un punto inferior a la del periodo 1994-2007 para el mismo nivel de la tasa de desempleo. De hecho, en 2019 el índice de Gini se encontraba a niveles similares a los de 2005 y 2006, e incluso por debajo de 2007, a pesar de que la tasa de desempleo era unos 6 puntos superior.

La evidencia presentada en los gráficos 1 a 3 indica que no resulta riguroso atribuir a las reformas

Gráfico 3

Desigualdad (índice de Gini) y tasa de desempleo (España, 1994-2019)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

de 2010 y 2012 ni la precariedad existente en el mercado de trabajo, ni los problemas estructurales que lleva arrastrando desde hace décadas.

La evidencia indica que no resulta riguroso atribuir a las reformas de 2010 y 2012 ni la precariedad existente en el mercado de trabajo, ni los problemas estructurales que lleva arrastrando desde hace décadas. De hecho, su comportamiento fue más eficiente y contribuyó a una recuperación más equilibrada que en anteriores fases expansivas de la economía española.

La evaluación de la reforma de 2012 realizada por Doménech, García y Ulloa (2018) concluye que evitó una destrucción mayor de empleo tras la crisis de deuda soberana, a lo largo de 2012, y que, de haber estado en vigor en 2008, podría haber evitado unos 8 puntos de aumento del desempleo entre 2009 y 2012. Adicionalmente, la reforma de 2012 parece consistente con la interpretación de que permitió una reducción rápida del desempleo sin acumular desequilibrios macroeconómicos como los que llevaron a la crisis de 2008, y con un mejor comportamiento de la temporalidad, de los salarios

reales o de la desigualdad, que en la expansión anterior de 1994 a 2007. No obstante, es preciso reconocer que es muy difícil aislar los efectos de la reforma laboral de otros factores que han ocurrido al mismo tiempo. Incluso con métodos que permiten estimar cuáles son los factores estructurales que están detrás del comportamiento de variables como el empleo o los salarios reales, es difícil separar los efectos de la reforma laboral de 2012 de otros factores como, por ejemplo, del segundo Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva de ese mismo año. Lo que sí nos dicen este tipo de evaluaciones estructurales es que el comportamiento del mercado de trabajo fue más eficiente y contribuyó a un mayor crecimiento y a una recuperación más equilibrada (véase, por ejemplo, Boscá *et al.*, 2021). De manera complementaria, Stepanyan y Salas (2020) concluyen que la reforma laboral de 2012 ayudó a mejorar la creación de empleo y la equidad en la distribución de la renta de los hogares, sin un impacto sustancial en el riesgo de incurrir en una situación de pobreza.

El contenido de la reforma

El Real Decreto Ley 32/2021, de 28 de diciembre de 2021, de medidas urgentes para la reforma

laboral, la garantía de la estabilidad en el empleo y la transformación del mercado de trabajo recoge el acuerdo alcanzado por los agentes sociales y por el Gobierno para satisfacer uno de estos hitos comprometidos ante la Comisión Europea, como condición para realizar los desembolsos de los fondos europeos *NGEU*.

Teniendo en cuenta lo discutido en la sección anterior, sin duda ha sido una buena noticia que se alcanzara un acuerdo entre sindicatos, organizaciones empresariales y Gobierno que contribuya a generar paz social y a reducir incertidumbres en el mercado de trabajo, sobre todo teniendo en cuenta la gran incertidumbre que conlleva la recuperación tras la pandemia y, en las últimas semanas, la producida por la invasión de Ucrania por Rusia. En los últimos años, las propuestas de sindicatos y de algunos partidos políticos de derogar los avances de la reforma laboral de 2012 y de cambiar las regulaciones laborales fue una fuente de incertidumbre para el sector productivo que, con la nueva reforma, afortunadamente, ha desaparecido, al menos en su mayor parte.

También es una buena noticia que la reforma de 2021 haya mantenido muchos de los cambios de las reformas laborales de 2010 y 2012. Los costes de despido de los contratos indefinidos y, por lo tanto, su brecha con respecto al contrato temporal se mantiene, no se han cambiado las causas del despido objetivo, y se sigue permitiendo el descuelgue de las empresas de los convenios de ámbito superior, la suspensión temporal de empleo, la reducción de jornada o las modificaciones sustanciales de las condiciones laborales por causas económicas, tecnológicas, organizativas o productivas. La experiencia durante las crisis de deuda soberana y de la COVID-19 es que disponer de esta flexibilidad interna ha sido crucial para reducir las tasas de destrucción de puestos de trabajo (véase, por ejemplo, la evidencia que muestran Boscá *et al.* (2017), sobre la tasa de separación a partir de 2012).

La nueva reforma ha reducido el menú de contratos, lo que simplifica la elección por parte de empresas y trabajadores a básicamente tres tipos de contratos: el indefinido (la opción por defecto), el

temporal (de naturaleza causal) y los de formación. En los indefinidos se flexibiliza parcialmente el contrato fijo discontinuo. Al mismo tiempo, el contrato de obra en el sector de la construcción pasa a ser un contrato indefinido, si bien la finalización de la obra que motivó la contratación inicial es una causa objetiva para la rescisión del contrato. La generalización de este criterio a otros muchos tipos de actividades y sectores habría sido una buena iniciativa para ayudar a objetivar las causas de despido y a reducir la inseguridad jurídica que perciben las empresas ante la finalización de los contratos indefinidos, y para disminuir aún más la tasa de temporalidad.

El contrato de obra en la construcción pasa a ser un contrato indefinido, si bien la finalización de la obra que motivó la contratación inicial es una causa objetiva para la rescisión. La generalización de este criterio a otras actividades habría sido una buena iniciativa para ayudar a objetivar las causas de despido y a reducir la inseguridad jurídica que perciben las empresas ante la finalización de los contratos indefinidos, y para disminuir aún más la temporalidad.

La reforma aprobada mantiene las contrataciones y subcontratas, aclarando que las empresas multiservicios deberán acogerse a los convenios sectoriales para cada una de las ocupaciones y servicios que ofrecen. Se ha optado por una solución intermedia que, por un lado, restringe la competencia entre empresas que podían competir mediante su propio convenio para ofrecer precios más reducidos, y, por otro, no prohíbe la externalización de actividades y su contratación a otras empresas, lo que hubiera sido una medida absolutamente ineficiente en términos económicos y que hubiera atentado contra el derecho de las empresas de organizar libremente sus procesos productivos.

Otro de los avances es la apuesta por la formación dual y los contratos formativos. Para que esta apuesta se convierta en realidad será necesario que los programas de formación estén bien diseñados y satisfagan las nuevas necesidades del sistema productivo.

Para que estos contratos contribuyan a aumentar el empleo de los jóvenes, sería conveniente abordar la reflexión y evaluación de en qué medida el salario mínimo interprofesional (SMI) para los jóvenes sin experiencia laboral que acceden por primera vez al mercado de trabajo es una limitación en determinados sectores, ocupaciones, regiones y empresas, particularmente entre pymes. En otros países europeos, el SMI para jóvenes sin experiencia es temporalmente inferior al del resto de trabajadores. La diferencia entre ambos podría cubrirse, al menos parcialmente, mediante un complemento salarial.

Por lo que respecta a los mecanismos de flexibilidad interna, la reforma laboral apuesta por los ERTE (una opción en uso desde hace décadas, que la reforma de 2012 flexibilizó y que ha permitido mantener el empleo de millones de trabajadores durante la pandemia al combinarse con complementos salariales y bonificaciones por parte del Estado) e introduce el mecanismo RED de flexibilidad y estabilización del empleo, pendiente de ser regulado.

Con algunos matices, los aspectos que se han descrito hasta ahora constituyen avances de las relaciones laborales, que están en el haber de la reforma, junto con lo que se ha preservado de la del 2012. Pero no todo es tan positivo. La reforma de 2021 no es lo suficientemente ambiciosa como requerían los problemas estructurales del mercado de trabajo. En la apuesta por la flexiseguridad, la reforma se ha decantado por la seguridad de la contratación indefinida o de la temporalidad con contratos de más larga duración, a cambio de introducir algunas rigideces. Por ejemplo, a diferencia de la precedente, la reforma ha optado, sobre todo, por endurecer las condiciones de la contratación temporal. Además de establecer que todo contrato se presume indefinido, el RDL 32/2021 refuerza la causalidad de los contratos temporales, establece limitaciones a su duración y penalizaciones a su encadenamiento. Se opta así por restringir la contratación temporal en lugar de favorecer la contratación indefinida, por ejemplo, mediante la provisión de costes de indemnización por despido en cuentas individuales de los trabajadores, asegurando su portabilidad entre puestos de trabajo, la reducción o el cambio de signo de la brecha en esas indemnizaciones entre contratos

temporales e indefinidos, o el aumento de la seguridad jurídica a la contratación indefinida.

La reforma ha optado por restringir la contratación temporal en lugar de favorecer la indefinida, por ejemplo, mediante la provisión de costes de indemnización por despido en cuentas individuales de los trabajadores, asegurando su portabilidad entre puestos de trabajo, la reducción o el cambio de signo de la brecha en esas indemnizaciones entre contratos temporales e indefinidos, o el aumento de la seguridad jurídica a la contratación indefinida.

Otra de las rigideces que se introduce es la vuelta a la prevalencia de los convenios de ámbito superior al de la empresa en salarios. Aunque este cambio sólo afecta a un 8 % de trabajadores, la mayoría de los estudios (por ejemplo, OCDE, 2019) encuentran evidencia favorable a ofrecer flexibilidad suficiente para adaptar salarios a la productividad de las empresas. Tampoco conviene olvidar que en España los convenios de empresa muestran una prima salarial positiva respecto a los convenios de ámbito salarial más allá de la explicada por las características de las empresas y de los trabajadores. En cuanto a la vuelta a la ultratractividad indefinida, la mayor parte de los convenios colectivos ya contaban con cláusulas pactadas para evitar el límite de la ultratractividad a un año que introdujo la reforma de 2012.

Los efectos iniciales de la reforma laboral

Buena parte del éxito de la reforma para reducir la dualidad depende de si la contratación que tradicionalmente se ha realizado de forma temporal se canaliza a través del contrato fijo-discontinuo, más estable, que no interrumpe el vínculo empresa-trabajador, permite acumular experiencia y evitar descensos de la productividad. A los pocos meses de la reforma, la evidencia preliminar parece favorable, aunque sería precipitado sacar conclusiones sin esperar a ver si la tendencia se consolida en el

tiempo. La evolución de los contratos indefinidos es positiva y constituye una buena señal. Las conversiones a indefinidos se acercaron a 100.000 contratos en febrero de 2022, frente a una media en torno a 60.000 en los años precedentes. Los nuevos contratos indefinidos aumentaron 2,2 veces hasta unos 225.000, frente al promedio de alrededor de 100.000 antes de la reforma. Por su parte, los contratos fijos-discontinuos han aumentado hasta acercarse a los 70.000 en febrero de 2022, frente a un promedio de unos 20.000 en los años anteriores.

Como resultado de este aumento de la contratación indefinida, la tasa de temporalidad de las nuevas contrataciones disminuyó desde un promedio del 90 % mensual antes de la reforma a un 77 %. Con todo, habrá que ver, con los datos de la *Encuesta de Población Activa*, cómo estos cambios en los flujos de contratación afectan a la tasa de temporalidad del total de asalariados. Además, será importante evaluar qué parte de esta disminución de la contratación temporal se debe a la conversión a contratos-fijos discontinuos, a contratos por obra en el sector de la construcción que antes se clasificaban como temporales y ahora se consideran indefinidos, o a una disminución generalizada de la temporalidad.

También se ha observado un descenso del número de contratos con una duración inferior a un mes, que representaron el 40 % del total de temporales en 2021. El recargo de 26 euros por contrato de corta duración encarece su utilización, lo que debe incrementar la duración media de los contratos temporales, que en 2021 apenas superó los 53 días. Es posible que esta disminución de contratos temporales de corta duración se deba a esta penalización. Sin embargo, esta disminución se observó también en los meses finales de 2021, como resultado de la mayor intensidad de la actividad de inspección de la Seguridad Social sobre este grupo de contratos. Sin duda una de las métricas a seguir será la duración de los contratos y no sólo la temporalidad.

Además de monitorizar la evolución de la contratación, la duración de los contratos y garantizar el cumplimiento de la nueva normativa, las autoridades

deberán velar por evitar que la caída de la temporalidad sea a costa de un menor crecimiento del empleo. Por el momento, el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social en febrero de 2022 ha sido del 0,3 %, apenas una décima por debajo del promedio de la década anterior.

Conclusiones

La reforma laboral aprobada en 2021 ha conseguido un acuerdo social que despeja incertidumbres, al menos a corto plazo, sobre el marco de relaciones laborales y supera una herida abierta para una parte de los agentes sociales desde la reforma de 2012. Al tiempo que presenta mejoras, evita retroceder en importantes avances conseguidos en la última década. Sin embargo, dadas las restricciones de economía política, con posiciones de partida muy enfrentadas, no es lo suficientemente ambiciosa como para resolver los problemas estructurales del mercado de trabajo español y avanzar hacia una mayor flexiseguridad, como en los países del centro y norte de Europa. Previsiblemente reducirá la temporalidad en el

La reforma laboral de 2021 ha conseguido un acuerdo social que despeja incertidumbres, al menos a corto plazo, sobre el marco de relaciones laborales y supera una herida abierta para una parte de los agentes sociales desde la reforma de 2012. Al tiempo que presenta mejoras, evita retroceder en importantes avances conseguidos en la última década. Sin embargo, no es lo suficientemente ambiciosa como para resolver los problemas estructurales.

sector privado como consecuencia de las menores facilidades en la contratación temporal, pero no por una mayor flexibilidad de los contratos indefinidos. Dado que la incertidumbre jurídica y el coste de extinción de los contratos indefinidos, tanto ordinarios como fijos-discontinuos, continúan siendo mayores que en los temporales, es posible que una parte de las conversiones no tengan lugar y que el

crecimiento del empleo se resienta. En los próximos años será determinante ver cómo se implementa la reforma por parte del sector privado y del público, y cómo la interpreta el sistema judicial.

Referencias

- ANDRÉS, J. y DOMÉNECH, R. (2015). *En Busca de la Prosperidad. Los retos de la sociedad española en la economía global del siglo XXI*. Deusto Planeta de Libros. <http://bit.ly/3hYHTZF>
- BOSCA, J., DOMÉNECH, R., FERRI, J. y GARCÍA, J. R. (2017). Shifts in the Beveridge Curve in Spain and their macroeconomic effects. *Revista de Economía Aplicada*, 25(75), pp. 5-27. <http://bit.ly/3vZk5gK>
- BOSCA, J. E., DOMÉNECH, R., FERRI, J. y ULLOA, C. (2021). *Factores explicativos del ciclo económico un año después del Gran Confinamiento*. BBVA Research. <http://bit.ly/3J6TZvU>
- CC. OO. e IEI UNIVERSIDAD DE ALICANTE (2021). *La precariedad laboral en España Una doble perspectiva*. <http://bit.ly/3tPfcE3>
- DOMÉNECH, R., GARCÍA, J. R. y ULLOA, C. (2018). The effects of wage flexibility on activity and employment in Spain. *Journal of Policy Modeling*, Volume 40 (6), pp. 1200-1220. <http://bit.ly/3KEh9tE>
- OCDE (2013). *The 2012 Labour market reform in Spain: A preliminary assessment*. <http://bit.ly/3t1QrVY>
- OCDE (2019). *Negotiating Our Way Up: Collective Bargaining in a Changing World of Work*. París: OECD Publishing. <http://bit.ly/3t5x52w>
- OFICINA NACIONAL DE PROSPECTIVA (2021). *España 2050. Fundamentos y propuestas para una Estrategia Nacional de Largo Plazo*. <http://bit.ly/3MBXL2x>
- STEPANYAN, A. y SALAS, J. (2020). *Distributional Implications of Labor Market Reforms: Learning from Spain's Experience*. International Monetary Fund. <http://bit.ly/3J5ms5f>

La reforma de las reglas fiscales: ¿qué se juega España?

Santiago Lago Peñas*

El 19 de octubre de 2021 la Comisión Europea retomó oficialmente el proceso de revisión de las reglas fiscales con el objetivo de plantear una propuesta concreta, debatirla y llegar a un acuerdo en 2022 que entrase en vigor en 2023. Sin embargo, dependiendo del efecto económico final de la invasión de Ucrania por Rusia, este calendario podría dilatarse otro año más. España se sitúa entre los países más golpeados por la crisis pandémica, con una recuperación más lenta y unos desequilibrios fiscales más pronunciados. Por ello, la vuelta de las reglas fiscales supone un reto mayor y la forma en la que se concrete condicionará muy significativamente la política presupuestaria de los próximos años. En todo caso, la consolidación presupuestaria en España no es necesaria solo para cumplir con normas externas. La estabilidad fiscal tiene valor en sí misma y exige compromiso social y político con una estrategia de medio plazo creíble y coherente. La posición de España en la negociación que habrá de llevarse a cabo se reforzaría si en paralelo a sus demandas presentase las líneas maestras de un plan de consolidación fiscal para corregir de forma progresiva, pero sostenida en el tiempo, su desequilibrio estructural.

En estos momentos observamos dos procesos en el ámbito de las finanzas públicas en la Unión Europea. Por un lado, la recuperación de las cuentas tras el fortísimo *shock* que ha supuesto la pandemia. Por otro, la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Aunque en su origen ambos procesos eran independientes, los hechos han acabado mezclando sus dinámicas.

La revisión de las reglas fiscales arranca unas semanas antes que la expansión global del virus

COVID-19; se detiene al tiempo que se activa la cláusula de salvaguardia del PEC para hacer frente al virus; y se retoma a finales de 2021, en un escenario fiscal peor y más asimétrico entre países que el de 2019. Déficit y deuda pública se encuentran más lejos que nunca de los límites del 3 % y el 60 % respectivamente, y esas distancias varían sensiblemente entre países.

En este escenario, España se sitúa entre los países más golpeados por la crisis, con una

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

El autor agradece los comentarios y sugerencias de Diego Martínez López y Javier J. Pérez. La responsabilidad de cualquier error u omisión es, no obstante, exclusiva del autor.

recuperación de lo perdido más lenta y unos desequilibrios fiscales más pronunciados. Por ello, la vuelta de las reglas fiscales supone un reto mayor y la forma en la que se concrete condicionará muy significativamente la política presupuestaria de los próximos años.

España se juega mucho en el cambio normativo y es fundamental tener claro el mapa de posibles soluciones y estrategias. Sin duda, el compromiso con la estabilidad fiscal es el camino para evitar situaciones de tensión y alarma como la vivida hace unos años con la prima de riesgo a corto plazo. Pero ello no debería ser incompatible con la fijación de unos objetivos razonables y realizables, sin provocar un ejercicio de austeridad fiscal extrema, que sería contraproducente por sus efectos negativos para la economía y la política.

El objetivo de este artículo es ordenar y presentar las posibilidades a discusión hoy en la Unión Europea, y los consensos y disensos que se aprecian en España, prestando especial atención a las posiciones del Gobierno central, el Banco de España y la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF).

Perspectivas fiscales para España

La caída del PIB español en 2020 fue la mayor de los países miembros de la UE-27 (-10,8 %); y la recuperación en 2021 (+5,0 %) no compensó siquiera la mitad de lo perdido. España será de los últimos países en retornar al nivel de actividad económica anterior a la pandemia. Aun así, el déficit público ha tendido a comportarse mejor de lo esperado, tanto en 2020 como en 2021. Sin duda, los diversos programas de protección de rentas han permitido debilitar la relación entre caída del PIB y de las bases imponibles y han permitido que la dinámica de la recaudación haya sorprendido positivamente. En lo que concierne a 2021, los pronósticos de cierre han ido mejorando conforme transcurría el año; y todos ellos son hoy más optimistas que el manejado por el Gobierno en los documentos presupuestarios y que todavía sigue siendo la referencia oficial (8,4 %). El Consenso de Funcas (2022) apuesta

por 7,3 %, la AIReF por 7,0 % (AIReF, 2022a) y el Banco de España (2021) por 7,5 %.

España debe afrontar su problema de déficit estructural y consolidar sus cuentas como no lo ha hecho en el pasado. Pero las nuevas reglas fiscales deberían asumir que el retorno al 60 % de deuda en el horizonte de la década en curso es un objetivo difícilmente alcanzable en España y en los países en situación análoga.

Sin embargo, estas buenas noticias sobre el déficit son coyunturales y no deberían hacernos orillar la gravedad de los desequilibrios de fondo de las finanzas públicas españolas. En el gráfico 1 aparecen representadas las sendas de déficit público total proyectadas por el Gobierno y el Banco de España para el cuatrienio 2021-2024; así como la dinámica del déficit estructural, esto es, descontando la componente cíclica del desequilibrio presupuestario. Una componente que será neutra en 2022 y reducirá el déficit total en 2023 y 2024. Si en 2022 las tres líneas coinciden alrededor del 5 %, en 2024 el déficit total estaría todavía por encima del umbral del 3 %, y el desequilibrio estructural más allá del 4 %. Además, dependiendo de la duración final del conflicto bélico en Ucrania estas cifras podrían empeorar significativamente.

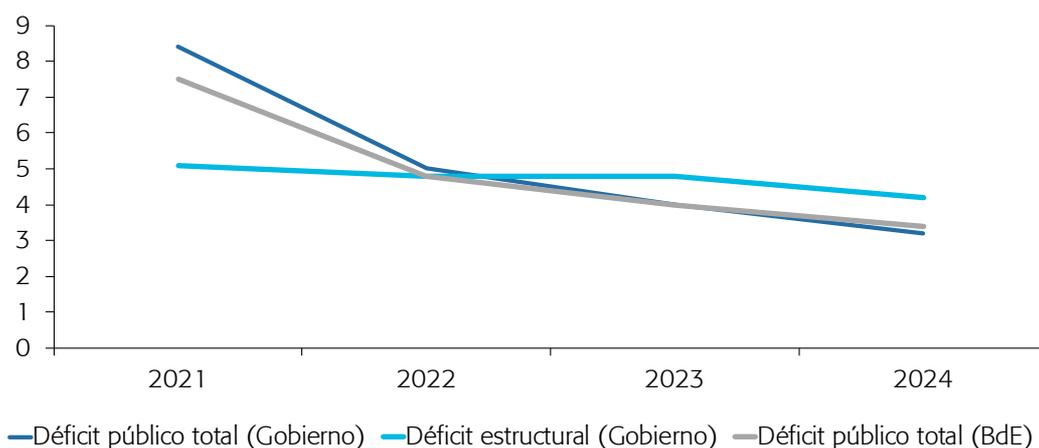
En otras palabras, si no se producen alteraciones sustanciales en el sistema tributario y/o ajustes en el gasto, el desequilibrio estructural se mantendrá cerca de los máximos alcanzados en el bienio 2020-2021 y nos dejará entre los países con mayor déficit total y estructural en la UE-27. Según las proyecciones de la red de Autoridades Fiscales Independientes de la UE (EU Independent Fiscal Institutions, 2021a), en 2024 los cinco países con mayor déficit público total serán República Checa, Bélgica, Francia, Eslovaquia y España.

La traslación de lo anterior al vector de la deuda pública aparece en el gráfico 2. Ciertamente que la recuperación del PIB nominal en 2021 y 2022 y la expansión proyectada en 2023 y 2024 permitirán elevar

Gráfico 1

Proyecciones de déficit público 2021-2024

(En porcentaje del PIB)



Fuentes: Elaboración propia a partir de Banco de España (2021) y Ministerio de Hacienda y Función Pública (2021).

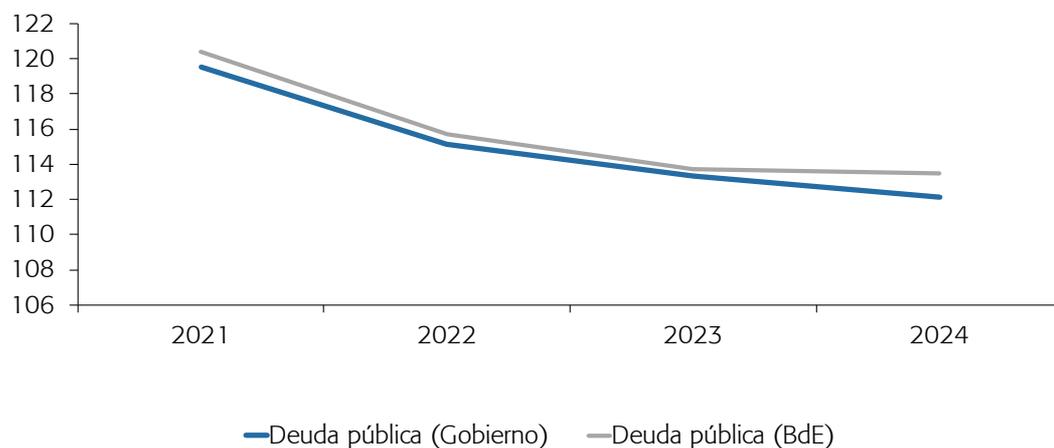
sustancialmente el denominador de la ratio deuda/PIB y, con ello, reconducir la deuda desde los niveles máximos de 2020, en el entorno de 125 %, a valores alrededor de 113 %. Pero en 2024 seguiríamos en el cuartil de países de la UE-27 más endeudados, junto a Grecia, Italia, Portugal, Francia y Bélgica y más de 50 puntos de PIB por encima del nivel

de referencia hoy vigente (60 %); un umbral que superarían solo la mitad de los países: 14 de 27 (EU Independent Fiscal Institutions, 2021a). Combinando estas cifras con las comentadas en el párrafo anterior sobre el déficit, dejando al margen el caso particular de Grecia, y bajo la hipótesis de que no se adopten medidas sobre gastos e ingresos,

Gráfico 2

Proyecciones de deuda pública 2021-2024

(En porcentaje de PIB)



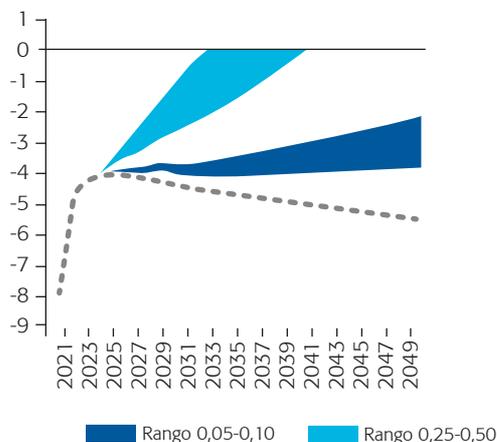
Fuentes: Elaboración propia a partir de Banco de España (2021) y Ministerio de Hacienda y Función Pública (2021).

Gráfico 3

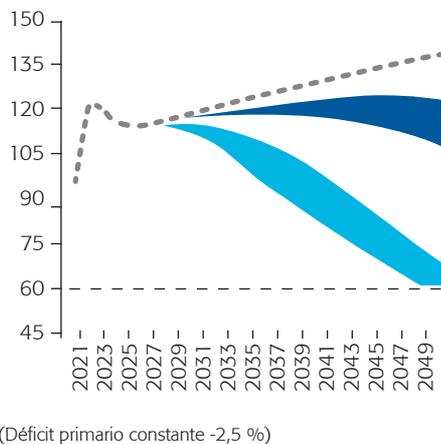
Sendas de consolidación fiscal y proyecciones de deuda

(Ajuste estructural anual hasta el equilibrio presupuestario, en puntos de PIB)

a) Escenarios de evolución del déficit total, sendas de consolidación alternativas



b) Simulación de deuda según escenarios de evolución del déficit



Fuente: AIReF (2021).

22 Francia, Bélgica y España son los tres países con una situación fiscal más desequilibrada a medio plazo.

La posición del Gobierno de España sobre la necesidad de adoptar sendas de ajuste del déficit y la deuda adaptadas a la diversidad en los parámetros fiscales de cada país es completamente razonable desde un punto de vista económico.

El gráfico 3 ofrece una perspectiva complementaria de la magnitud del ajuste fiscal pendiente (AIReF, 2021). En el panel izquierdo aparece la evolución del déficit total proyectada en tres escenarios: reducción anual del déficit estructural entre 0,05 % y 0,10% en términos de PIB; un ajuste superior, en la banda 0,25 %-0,50 %; y una situación sin ajuste, con un déficit estructural primario constante de 2,5 %. El panel de la derecha muestra la consecuencia de los escenarios anteriores sobre la ratio deuda/PIB. Para eliminar el déficit total al final de la década, sería necesaria una poda del déficit estructural superior al medio punto del PIB anual. E incluso con un recorte

de esa magnitud, se tardaría más de veinte años en situar la ratio de deuda pública por debajo del 60 %. Sin ajuste en el déficit estructural, el déficit total se enquistaría por encima del 4 % y la deuda pública aumentaría de forma tendencial hasta el 135 % del PIB a mediados de siglo.

Sin duda, España debe afrontar su problema de déficit estructural y consolidar sus cuentas como no lo ha hecho en el pasado. Pero las nuevas reglas deberían asumir que el retorno al 60 % de deuda en el horizonte de la década en curso es un objetivo difícilmente alcanzable en España y en los países en situación análoga.

Perspectivas sobre el cambio de reglas fiscales

El 19 de octubre de 2021 la Comisión Europea retomó oficialmente el proceso de revisión de las reglas fiscales con el objetivo de plantear una propuesta concreta, debatirla y llegar a un acuerdo en 2022 que entrase en vigor en 2023 (European

Commission, 2021); si bien es cierto que, dependiendo del efecto económico final de la invasión de Ucrania por Rusia, este calendario podría dilatarse otro año más. En el seno de una reforma general del marco de política fiscal de la UE, que incluiría nuevos instrumentos supranacionales de compartición de riesgos y de financiación de inversiones (en particular vinculadas a la sostenibilidad ambiental y la digitalización), la necesidad de esa revisión era evidente en 2020 y se ha reforzado en 2022 (Feás *et al.*, 2021). Unas reglas complejas y de difícil aplicación, que no han conseguido neutralizar el efecto procíclico de la política fiscal y con una frágil credibilidad, deben dar paso a un nuevo marco que corrija estos problemas y tenga presente que la pandemia ha alejado como nunca las cifras de déficit y deuda de muchos países de la UE-27 de los umbrales que siguen siendo referencia desde los primeros años noventa del siglo pasado, cuando los tipos de interés y el crecimiento potencial eran diferentes a los que observamos y proyectamos hoy.

Como es lógico, la Comisión Europea no se ha posicionado todavía al respecto, pero sí se conoce la opinión de instituciones muy relevantes, que parecen apuntar a un cierto consenso. El European Fiscal Board (2021), de forma coherente con la posición que mantiene desde 2018, sugiere sustituir el marco actual por tres elementos complementarios: un ancla de la deuda a medio plazo, una regla que se aplique sobre el gasto neto de intereses y una cláusula general de escape. Además, defiende el mantenimiento de la referencia del 3 % para el déficit público, aboga por reforzar la supervisión y vigilancia que ejercen las autoridades fiscales nacionales y reconoce que el ancla de deuda debería adaptarse a las condiciones de cada país.

En una línea similar, aunque menos concreta, se ha posicionado el Banco Central Europeo (ECB, 2021) al abogar por dar mayor protagonismo a una regla de gasto y coincidir en la necesidad de un ajuste de la deuda pública realista, gradual y sostenido. El manifiesto de los ministros de Hacienda de Austria, Dinamarca, Letonia, Eslovaquia, República Checa, Finlandia, Países Bajos y Suecia en septiembre de 2021 es incluso menos preciso, pero incide en la necesidad de reducir los ratios de deuda

pública y adaptar las reglas vigentes sin poner en peligro la sostenibilidad fiscal, y subraya que la calidad es más importante que la velocidad en la reforma, contemplando la posibilidad de que, mientras no haya un acuerdo, se reactiven las reglas vigentes (Blümel *et al.*, 2021). No obstante, esto último pondría a las autoridades comunitarias ante el dilema de aplicar las reglas y generar un *shock* negativo de alta intensidad sobre el PIB y el empleo de una parte sustancial de los países miembros, o asumir un incumplimiento generalizado, arruinando la credibilidad del marco fiscal.

En síntesis, es poco probable que la reforma de las reglas vaya a conducir a un cambio radical de enfoque de las mismas, como podría ser la propuesta de Blanchard, Leandro y Zettelmeyer (2021) en la que se defiende el abandono de reglas numéricas. Pero tampoco debería soslayarse que, incluso estando de acuerdo con el enfoque general, faltan muchos elementos por concretar en la regla de gasto y en lo que concierne a los niveles de deuda de referencia. Sin perder de vista tampoco la posibilidad de que el anclaje pudiese ser el déficit estructural y no un objetivo de deuda, lo que exigiría una reforma de menor calado (EU Independent Fiscal Institutions, 2021b). Y esto podría ser un punto a favor desde un punto de vista de economía política.

Las posiciones en España

La existencia de posiciones dispares entre los gobiernos de los Estados miembros sobre cómo deben ser reformadas las reglas fiscales y la necesidad de llegar a un acuerdo a lo largo de 2022 explican la prudencia y, sobre todo, la medida falta de concreción en las posiciones en público. En correspondencia al manifiesto de menos de 400 palabras de los ministros de Hacienda antes reseñado, hay que buscar en las intervenciones públicas de la vicepresidenta primera y ministra de Asuntos Económicos, Nadia Calviño, para encontrar pistas sobre el posicionamiento del Gobierno de España. Una de las más claras se produjo en un encuentro con el presidente del Eurogrupo el 7 de febrero de 2022 (Calviño y Donohoe, 2022) en la que defendió: “un marco de consolidación fiscal realista y pragmático, con sendas

de reducción de déficit y deuda adaptadas a la situación de cada país y que refuerce las finanzas públicas a largo plazo, impulsando al mismo tiempo el crecimiento, la creación de empleo de calidad y la inversión en la doble transición verde y digital”.

En esta declaración se combinan dos reivindicaciones diferentes. La que tiene que ver con la necesidad de sendas de ajuste adaptadas a la diversidad en los parámetros fiscales es completamente razonable desde un punto de vista económico e irrenunciable para España, por los motivos que mostramos en el apartado anterior. En cambio, la que tiene que ver con dejar fuera del cómputo algunas inversiones puede ser más difícil de defender con éxito, por los problemas que suelen afectar a las “reglas de oro”; en particular, la delimitación de gastos no computables y la constatación de que contribuyen de la misma manera a la acumulación de pasivos financieros que los computables (AIReF, 2022). En todo caso, podría convertirse en un asunto secundario en un escenario en el que un instrumento como el *Next Generation EU*, volcado en esas inversiones verdes y digitales, se consolidase y pasase a formar parte de la arquitectura permanente de la UE (Feás *et al.* 2021).

Más concreción ofrece la posición de la AIReF (2022). La Autoridad fiscal apuesta por el trinomio formado por una regla de gasto primario neto, anclaje de la deuda a largo plazo —que podría mantener la referencia del 60 %— y una cláusula de salvaguardia. Adicionalmente, la AIReF hace tres aclaraciones a tener muy presentes. La primera es que sería compatible mantener el 60 % de referencia de largo plazo para todos y, al mismo tiempo, fijar objetivos intermedios a medio plazo específicos para cada país que den lugar a sendas de convergencia asimétricas hacia el anclaje a largo plazo. La segunda es que el saldo estructural perdería su función operativa actual, pero se debería mantener a la hora de fijar la senda de gasto, junto al propio anclaje de deuda. La tercera es que considera que las inversiones “verdes” no deberían escapar de la regla de gasto, sino abordarse desde instrumentos fiscales centralizados, como se apuntaba en el párrafo anterior.

Finalmente, el Documento de Alloza *et al.* (2021) permite hacerse una idea de la perspectiva del otro organismo independiente de referencia en materia de análisis y supervisión de la política presupuestaria, el Banco de España. Se apuesta también por regla de gasto, ancla de deuda y cláusula de

España reforzaría su posición en la negociación si, en paralelo a sus demandas, presentase las líneas maestras de un plan de consolidación fiscal para corregir de forma progresiva, pero sostenida en el tiempo, su desequilibrio estructural.

escape; pero se incide en otros aspectos importantes. El primero es entender que las reglas de gasto son una parte de un edificio de gobernanza de la política fiscal en la UE que incluye también los instrumentos supranacionales para compartir riesgos ante perturbaciones tanto simétricas como asimétricas, las agendas de reformas estructurales, una mejor integración de los mercados de capitales en la UE o completar la última fase de la unión bancaria. El segundo es que no se deberían sacralizar los límites del 3 % y el 60 %, sino que habría que recalibrarlos a la luz de las condiciones macroeconómicas (tipos de interés, crecimiento potencial del PIB nominal) y las transformaciones estructurales de las economías. El tercero es que hay que afrontar las asimetrías en las posiciones fiscales de partida en 2022, bien mediante la fijación de convergencias a las anclas de deuda a velocidades diferentes, bien mediante la creación de “fondos de redención” a escala europea que permitiesen homogeneizar las posiciones de partida de los países. Finalmente, Alloza *et al.* (2021) inciden en algunos elementos adicionales que pueden reforzar el cumplimiento de las reglas fiscales. En particular, las reglas fiscales nacionales y el papel las instituciones fiscales independientes, tanto a escala europea como las nacionales.

Conclusión

La consolidación presupuestaria en España no es necesaria solo para cumplir con normas externas. La estabilidad fiscal tiene valor en sí misma y

exige compromiso social y político con una estrategia de medio plazo creíble y coherente. Unas cuentas estructuralmente muy desequilibradas limitan la capacidad de respuesta a las crisis futuras, nos hace vulnerables a las tensiones en los mercados financieros internacionales, nos hace perder reputación y peso en los foros económicos internacionales y distorsiona la relación entre los beneficios del gasto y el sacrificio que suponen los impuestos, trasladando los costes a las generaciones futuras.

Las reglas fiscales europeas deben ser reformadas y adaptadas y es muy razonable demandar que se adapten a la realidad de los distintos países. Pero la posición de España en la negociación se reforzaría si en paralelo a sus demandas presentase las líneas maestras de un plan de consolidación fiscal para corregir de forma progresiva, pero sostenida en el tiempo, su desequilibrio estructural.

Referencias

- AIREF (2021). *Observatorio de deuda. Noviembre 2021*. Disponible en: www.airef.es
- AIREF (2022a). *Seguimiento mensual del objetivo de estabilidad 2021*. 17-1-2022. Disponible en: www.airef.es
- AIREF (2022b). AIREF's contribution to the public consultation of the European Commission about the reform of the European fiscal framework. *Working paper*, 1/2022. Disponible en: www.airef.es
- ALLOZA, M., ANDRÉS, J., BURRIEL, P., KATARYNIUK, I., PÉREZ, J. y VEGA, J. L. (2021). La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico. *Documentos ocasionales*, 2121. Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA (2021). *Proyecciones macroeconómicas de España 2021-2024*, 17-12-2021. Disponible en: www.bde.es
- BLANCHARD, O., Leandro, A, y Zettelmeyer, J. (2021). Redesigning the EU fiscal rules: From rules to standards. *Economic Policy*, 36(106), pp. 195-236.
- BLÜMEL, G., WAMEN, N., REIRS, J., MATOVIĆ, I., SCHILLEROVÁ, A., SAARIKKO, A., HOEKSTRA, W. y ANDERSSON, M. (2021). *Common views on the future of the Stability and growth Pact*. 9-9-2021. Disponible en: www.bmf.gv.at
- CALVIÑO, N. y DONOHOE, P. (2022). Conversación con Nadia Calviño y Paschal Donohoe sobre las "Oportunidades para la eurozona en el contexto de la recuperación". Real Instituto Elcano. Disponible en: <https://www.realinstitutoelcano.org/actividades/conversacion-con-nadia-calvino-y-paschal-donohoe-sobre-las-oportunidades-para-la-eurozona-en-el-contexto-de-la-recuperacion/>
- ECB (2021). Euro system reply to the Communication from the European Commission "The EU economy after COVID-19: implications for economic governance" of 19 October 2021.
- EU INDEPENDENT FISCAL INSTITUTIONS (2021a). *European Fiscal Monitor. June 2021*. Disponible en: <https://www.euifis.eu>
- EU INDEPENDENT FISCAL INSTITUTIONS (2021b). *EU fiscal and economic governance review: A contribution from the network of independent EU fiscal institutions*. Disponible en <https://www.euifis.eu>
- EUROPEAN COMMISSION (2021). The EU economy after COVID-19: Implications for economic governance.: COM (2021) 662 final, 19-10-2021.
- EUROPEAN FISCAL BOARD (2021). *Annual Report 2021*. Disponible en <https://ec.europa.eu/European-fiscal-board>
- FEÁS, E., MARTÍNEZ, C., OTERO-IGLESIAS, M., STEINBERG, F. y TAMAMES, J. (2021). A proposal to reform the EU's fiscal rules. *Elcano Policy Paper*.
- FUNCAS (2022). *Panel de previsiones de la economía española. Marzo de 2021*. Disponible en: www.funcas.es
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (2021). *Actualización del Programa de Estabilidad 2021-2024*. 30.4.2021. Disponible en: www.hacienda.gob.es

Deuda de la periferia de la UEM ante la potencial retirada de estímulos monetarios y la crisis geopolítica

José Manuel Amor, Salvador Jiménez y Javier Pino*

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) ha sido el principal inversor en deuda periférica en los últimos años, con un rol precio-aceptante y el férreo objetivo de evitar episodios de fragmentación financiera que impidan la correcta transmisión de la política monetaria y eleven el riesgo de inestabilidad financiera. El cambio de tercio que se inicia en la política monetaria del BCE vendrá acompañado de un reequilibrio en el precio relativo de la deuda soberana de los países de la periferia. La mejora en la situación estructural de estas economías, el compromiso del Banco Central Europeo (BCE) para evitar nuevos episodios de fragmentación financiera y la expectativa de avances importantes a favor de la unidad europea son factores que actúan de contrapeso y reducen el riesgo de repetición de episodios de fuerte tensión en los mercados de deuda soberana de la eurozona.

En los últimos dos años hemos asistido a dos períodos de tensión en los diferenciales de deuda soberana de los países de la periferia de la eurozona¹. El primero se produjo en paralelo a la crisis sanitaria causada por la COVID-19 a partir de finales de febrero de 2020. El segundo, iniciado a partir de finales del verano de 2021 y cuya causa principal situamos en las expectativas de retirada de estímulos monetarios –sobre todo– y de reanudación de la aplicación de las reglas fiscales en la UE, sigue en curso, y se ha complicado de forma notable con el inicio de la guerra en Ucrania, de consecuencias hoy todavía impredecibles. En este segundo episodio, hasta la fecha, la magnitud del aumento de

diferenciales es tímida en comparación con el de la primavera de 2020, pero no deja de ser significativa.

Nuestro estudio de ambos períodos parte de un análisis de los factores fundamentales que generaron las tensiones en los diferenciales de la deuda periférica y aquellas actuaciones de política monetaria y fiscal que contribuyeron a su mitigación. Asimismo, y para identificar el tipo de riesgo subyacente tras el aumento de diferenciales en cada fase, se recurrirá a la observación de otras medidas de mercado que ofrecen dimensiones adicionales de información. Por último, el carácter inconcluso del episodio global en que nos encontramos al escribir

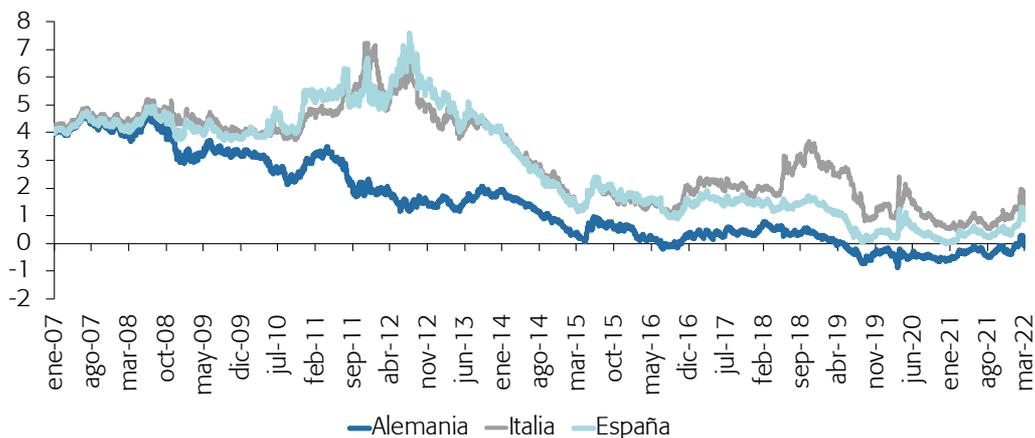
* Afi-Analistas Financieros Internacionales, S.A.

¹ Nos limitaremos al análisis de la evolución de la deuda española e italiana, no incluyendo la griega o portuguesa.

Gráfico 1

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

(TIR, en porcentaje)



Fuente: Afi, Bloomberg.

estas líneas, la guerra en Ucrania, nos lleva a realizar un análisis prospectivo muy condicional sobre la evolución de los factores que pueden afectar en una u otra dirección a las primas de riesgo de la deuda periférica en adelante.

Dimensiones de la prima de riesgo y su interpretación

El diferencial de tipos de interés entre las rentabilidades de bonos de deuda soberana de la periferia del euro y Alemania es la medida más utilizada para el seguimiento de la prima de riesgo de crédito de aquellos (gráfico 1). Sin embargo, esta medida puede –y creemos que debe– completarse con otras para enriquecer el análisis de la interpretación que, en cualquier momento, hace el mercado de dicho riesgo, y así identificar la naturaleza de los factores que el mercado asocia a los movimientos en la percepción de la capacidad de pago relativa de un país en relación con otro de menor riesgo crediticio.

Clave en este análisis es identificar en qué medida el movimiento en las primas de riesgo (gráfico 2) responde a factores de direccionalidad ante expectativas de cambio en el nivel de los tipos de

interés; a una alteración del equilibrio de oferta y demanda en el mercado ante la aparición o retirada de actores relevantes (con un rol clave de los bancos centrales); a cambios bruscos en el nivel general de aversión al riesgo derivados de alteraciones en el entorno macrofinanciero; al impacto que una reducción generalizada de la liquidez en el mercado puede tener sobre aquellos mercados menos “líquidos”; y a la emergencia de un riesgo idiosincrático propio de la situación –política o económica– de un país o conjunto de países.

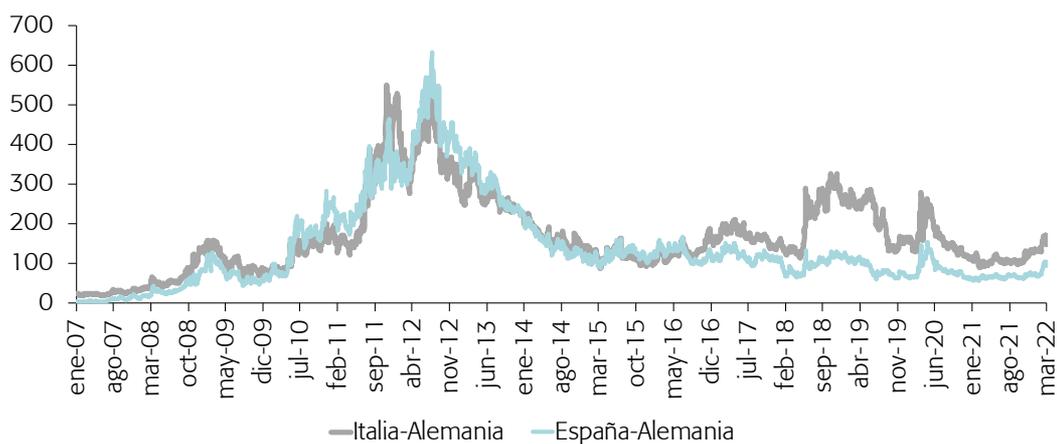
Hay que complementar el puro diferencial de tipos de interés con otras medidas que permitan discernir mejor sobre la intensidad de la naturaleza idiosincrática en episodios de fuerte vaivén en los diferenciales.

Nuestro análisis añadirá, al nivel absoluto del diferencial de rentabilidades de la deuda pública al plazo estándar de diez años, dos variables que pretenden capturar la intensidad de la naturaleza idiosincrática de la variación de aquella:

Gráfico 2

Prima de riesgo a 10 años de España e Italia frente a Alemania

(Puntos básicos)



Fuente: Afi, Bloomberg.

- La estructura temporal de las primas de riesgo, capturada a través del diferencial de primas de riesgo a dos y diez años. En momentos de bajo y medio estrés de la deuda soberana, la pendiente entre las primas de riesgo a corto y largo plazo es elevada y relativamente estable. Por el contrario, y como se puede comprobar observando su evolución en episodios de fuerte aumento del riesgo idiosincrático –la crisis de deuda soberana en 2011-2012, la incertidumbre política en Italia en la primavera de 2018 o las primeras semanas tras la irrupción de la COVID– esta pendiente se reduce con intensidad.
- La diferencia entre el precio de los contratos ISDA² de 2014 y 2003 de seguros de impago, *credit default swaps* o *CDS*, en dólares, sobre deuda de emisores de la periferia. Esta medida es clave para capturar el riesgo idiosincrático por excelencia en los mercados de

deuda de la eurozona, el de potencial redenominación de la deuda de un país de la eurozona a otra divisa. Dado que el contrato de 2003 no protege de forma efectiva de este potencial evento y el contrato de 2014 sí lo hace, la diferencia de precio entre ambos indica la intensidad de dicho riesgo. Un vistazo al gráfico 3 permite comprobar cómo, en el caso de la deuda italiana, la crisis política de 2018 derivó en un notable aumento de esta medida del riesgo de redenominación.

Podría añadirse a éstas una tercera variable que capture el impacto de una reducción de la liquidez³ general del mercado sobre los diferenciales de rentabilidad entre la deuda periférica y la alemana. Las primas de riesgo periféricas tienden a ampliarse dada su menor liquidez frente a la deuda alemana, sin que esta ampliación refleje necesariamente un deterioro en el riesgo de crédito. No lo consideramos necesario para nuestro análisis, aunque sí

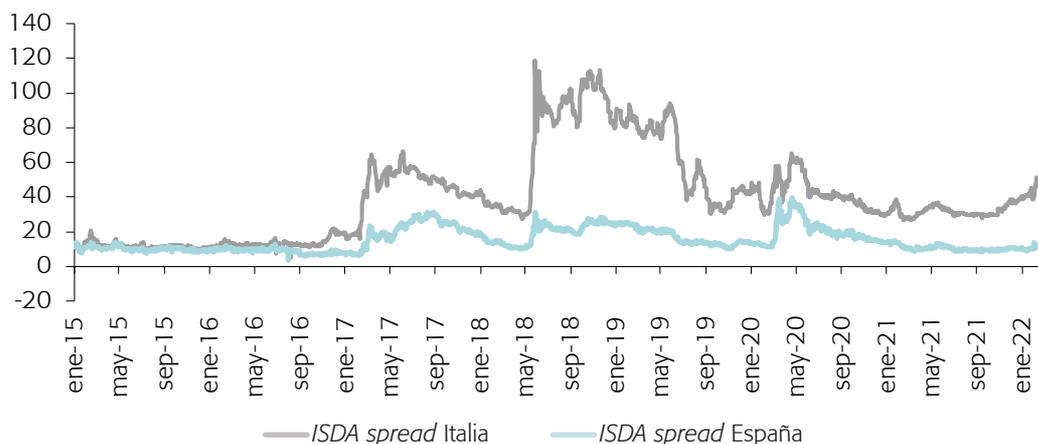
² International Swaps and Derivatives Association.

³ La liquidez no siempre es observable; es un concepto, no una medida. Una buena definición de liquidez sería la siguiente: "En un mercado funcional y eficiente, debiera ser posible obtener un precio (*bid* o *ask*) para cualquier instrumento, por un volumen razonable, en cualquier momento". Puede que el precio no sea el deseado, pero existiría un nivel al que se podría cruzar una operación. Cuando los mercados se vuelven "ilíquidos", lo anterior no sucede. El riesgo de liquidez de un instrumento dependerá de la facilidad con la que pueda ser vendido a su valor teórico justo o cerca de él.

Gráfico 3

Diferencial entre contratos de CDS a 5 años en dólares, 2003 vs 2014, sobre deuda italiana y española

(Puntos básicos)



Fuente: Afi y Bloomberg.

debemos reconocer su existencia, por su reducido rol en la determinación de las primas de riesgo en comparación con el resto de los factores.

Definidas estas variables, procedemos al análisis de los episodios recientes de ampliación de diferenciales soberanos de la deuda española e italiana, con el objetivo de discernir qué rol juega cada factor en su evolución.

La irrupción de la COVID-19 y la respuesta de las autoridades europeas

La irrupción de la crisis de la COVID-19 en los primeros compases de 2020 derivó en un episodio, corto pero intenso, de tensionamiento de los diferenciales de la deuda de los gobiernos centrales de los Estados de la denominada “periferia” de la eurozona (Italia, España, Portugal y Grecia). La causa que motivó el aumento del riesgo relativo de la deuda de estos Estados es de sobra conocida, y radica en la percepción de impacto asimétrico de un choque al crecimiento sobre países con muy diferente posición económica y fiscal. De niveles en torno a 70 y 130 puntos básicos, respectivamente, para los

diferenciales entre referencias a diez años española e italiana frente a la deuda alemana en febrero de 2020, se pasó rápidamente a referencias de 145 y 265 puntos básicos a mediados de marzo (cuadro 1).

En la crisis pandémica, la rápida respuesta de la política monetaria, en primer lugar, y en una fase posterior de la política económica, limitaron la magnitud y el alcance de potenciales choques de naturaleza idiosincrática en los países más vulnerables, produciéndose una rápida vuelta de los diferenciales de rentabilidad y de la pendiente de diferenciales a niveles similares o ligeramente superiores a los previos a la crisis sanitaria.

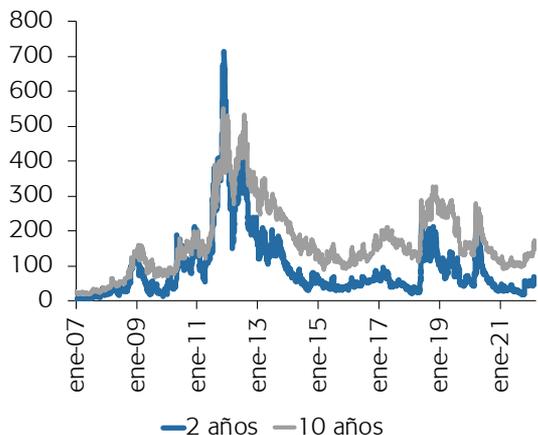
El rápido y substancial aumento de diferenciales de rentabilidades fue paralelo en un aumento (de magnitud similar a la del diferencial en el mercado de deuda) del precio de la cobertura ante impago, CDS a 5 años, igualmente superior en Italia frente a España. El movimiento de la pendiente de diferenciales a 2 y 10 años, sobre todo en Italia, y el aumento del diferencial entre contratos de CDS o ISDA spread, también superior en este país, apuntan a un rol importante del componente de riesgo idiosincrático

Gráfico 4

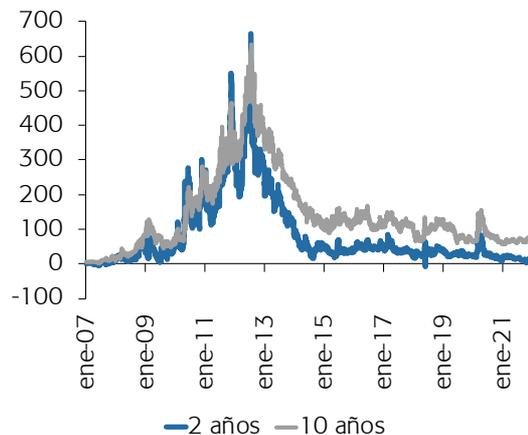
Evolución de las primas de riesgo de la deuda italiana y española a 2 y 10 años y del diferencial entre ambas

(Puntos básicos)

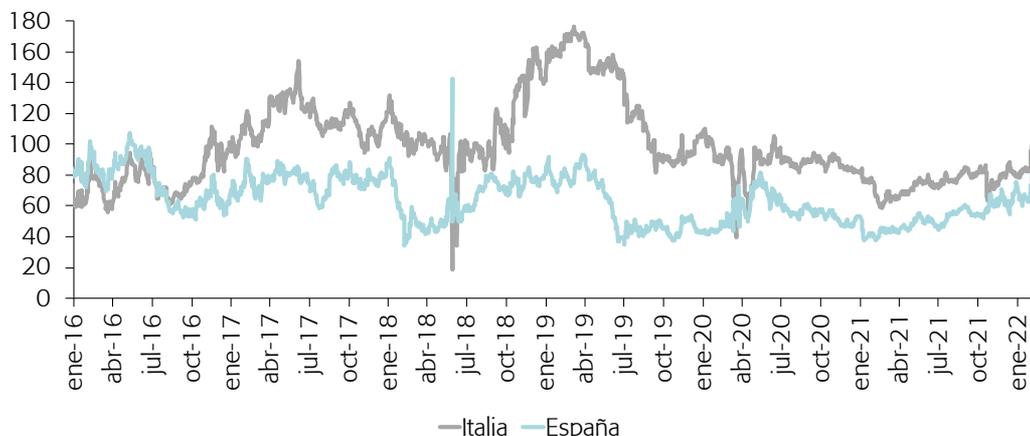
a) Evolución de las primas de riesgo de la deuda italiana a 2 y 10 años



b) Evolución de las primas de riesgo de la deuda española a 2 y 10 años



c) Evolución del diferencial entre las primas de riesgo a 2 y 10 años de Italia y España



Fuente: Afi y Bloomberg.

en ambos países, aunque muy superior en Italia. El mensaje del mercado era claro, y apuntaba a un potencial choque de naturaleza idiosincrática en aquellos países con mayor vulnerabilidad en el escenario que se abría con la crisis sanitaria.

La rápida respuesta de la política monetaria, en primer lugar, y en una fase posterior de la política económica, limitaron la magnitud y el alcance de este movimiento, produciéndose una rápida vuelta

de los diferenciales de rentabilidad y de la pendiente de diferenciales a niveles similares o ligeramente superiores a los previos a la crisis sanitaria, en los primeros compases del verano. En todo caso, la reducción del diferencial de *CDS* y el *ISDA spread* fue más lenta y gradual, no siendo hasta los primeros compases de 2021 cuando retornaron a los niveles previos a la irrupción de la COVID-19. En esta diferencia de ritmos de ajuste de las variables analizadas, pudo pesar el impacto diferencial en el mercado de

Cuadro 1

Análisis de eventos en la evolución de la deuda española e italiana durante la crisis de la COVID-19

(Febrero 2020-febrero 2021)

	TIR de deuda 10 años (%)			Prima riesgo (pb)		Prima riesgo 10-2 años (pb)	
	Alemania	Italia	España	Italia	España	Italia	España
17/02/2020 ^a	-0,40	0,90	0,29	131	69	87	49
18/03/2020 ^b	-0,24	2,43	1,22	267	146	40	58
23/04/2020 ^c	-0,43	1,98	1,05	241	147	73	68
04/06/2020 ^d	-0,32	1,42	0,55	174	155	91	88
21/07/2020 ^e	-0,46	1,09	0,35	82	59	92	90
12/02/2021 ^f	-0,43	0,48	0,16	62	61	56	39

	CDS 5 años (pb)		ISDA spread (pb)		Volat (%)	Expect. subida FMD (pb)		
	Italia	España	Italia	España	tipos €	1 año	2 años	3 años
17/02/2020 ^a	98	33	30	11	69	-7	-3	4
18/03/2020 ^b	269	168	58	39	145	-9	6	22
23/04/2020 ^c	239	135	60	37	68	-14	-2	6
04/06/2020 ^d	171	75	44	23	64	.5	2	9
21/07/2020 ^e	161	73	40	22	45	-8	-8	-4
12/02/2021 ^f	74	37	29	12	33	-4	2	10

^a Preirrupción COVID19.

^b Anuncio programa PEPP por parte BCE.

^c Anuncio paquete UE 540 mil millones de EUR (ESM, SURE, EIB) + anuncio Fondo de Recuperación.

^d Expansión del programa PEPP del BCE.

^e Detalles técnicos Fondo de Recuperación.

^f Mínimo de diferenciales poscrisis COVID19.

Fuente: Afi y Bloomberg.

bonos (un mercado de oferta finita o físico) frente al de CDS (sintético y de oferta, en principio, ilimitada), que tuvo el anuncio de las masivas compras de deuda del BCE a través del Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés).

Las acciones de política monetaria que permitieron reconducir la situación se encuentran, por un lado, en la decisión del Consejo de Gobierno del BCE el 18 de marzo de 2020 de creación del Programa de compras de deuda de emergencia

frente a la pandemia⁴ y, más adelante, en el Consejo de Gobierno del 4 de junio, su ampliación desde los 600.000 millones iniciales a 1,35 billones de euros. La clave de estas medidas, a la hora de comprimir los diferenciales de la deuda periférica, radica en nuestra opinión, en la flexibilidad de este programa, que permitía al BCE realizar compras de deuda en cualquier jurisdicción (o mercado nacional), en cualquier clase de activo y durante el tiempo que fuera necesario. Bajo el PEPP, las compras de deuda del BCE pueden desviarse de los límites fijados por la clave de capital que gobiernan el resto de programas

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2020/html/ecb.gc200504~fbc1bc4114.es.html>

de compras creados por el BCE, condición que reforzaba la señal de que el mercado se encontraba ante un auténtico neutralizador de potenciales problemas de acceso al mercado por parte de cualquier soberano de la zona del euro.

Complementando a la política monetaria, los gobiernos nacionales de la UE aprobaron en este período, medidas de notable refuerzo de estímulos fiscales contracíclicos, financiadas con recurso a la emisión de deuda por parte de las instituciones europeas. En concreto, fueron claves el anuncio, el 23 de abril⁵, de la capacidad de captación de fondos en el mercado por importe total de 540.000 millones de euros —para financiar el impacto negativo en los mercados de trabajo de la Unión (programa SURE), el apoyo a empresas vía garantías para préstamos a canalizarse por el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y una línea de liquidez canalizada por el Mecanismo Europeo de Estabilidad a los gobiernos nacionales— y el plan de creación de un fondo de recuperación (en alusión al *Next Generation EU* o *NGEU*) por un importe muy relevante aunque no definido en aquel momento, para contribuir de forma fundamental a la reconstrucción de las economías europeas. Su aprobación final, por un montante de 750.000 millones de euros, se produjo el 21 de julio de 2020. El mensaje que emitían estas medidas era claro: refuerzo substancial —sin precedentes en la UE— de la política fiscal común, a instrumentalizarse sin provocar un daño a las finanzas públicas de Estados individuales.

En definitiva, la conjunción de una política monetaria ultraexpansiva y sin límites —vía el programa *PEPP*— en el apoyo a los países más sensibles a un deterioro económico, junto con el decidido impulso fiscal para la recuperación, financiado de forma común y con un impacto limitado sobre las finanzas públicas, emitió un mensaje muy potente que contribuyó de forma decisiva a minimizar la percepción de deterioro fiscal de los países más sensibles a un choque negativo de alcance común pero con impacto asimétrico a nivel nacional.

Verano de 2021 hasta la actualidad: expectativa de aceleración de la retirada de estímulos monetarios y choque negativo derivado de la guerra de Ucrania

El segundo período de tensión en diferenciales de deuda periférica, en el que aún nos encontramos, se inicia a finales del verano de 2021 y viene aparejado al impacto que el afinanzamiento de la recuperación posCOVID-19 y, sobre todo, la persistencia de registros de inflación muy elevados, tienen en la expectativa del mercado sobre la senda de retirada de estímulos monetarios por parte de los bancos centrales, que se agudiza en magnitud y se adelanta en el tiempo.

En paralelo a la recuperación económica y el alza de la inflación, el mercado comienza a poner en precio el retorno —si bien en condiciones menos estrictas que las existentes de forma previa a 2019— de la presión política en la UE por reconducir los desequilibrios fiscales en la zona del euro y terminar con la suspensión de las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento decretada en febrero de 2020.

La situación geopolítica actual, cuyas consecuencias son aún muy inciertas, corre el riesgo de agravar de forma substancial la senda de inflación para los próximos doce meses, al tiempo que a reducir el ritmo de expansión de la actividad, complicando la respuesta de la política monetaria y elevando el temor a un nuevo episodio de impacto asimétrico a nivel país en la eurozona. Al mismo tiempo, y en parte compensando el efecto anterior, la incertidumbre que introduce este nuevo escenario podría derivar en una contemporización de las decisiones de retirada de estímulos por parte de las autoridades monetarias, así como contribuir a reforzar la unidad a nivel de la Unión Europea y la arquitectura institucional sobre la que se asienta la eurozona.

En este período (cuadro 2), los diferenciales entre las rentabilidades a 10 años de la deuda

⁵ <https://www.consilium.europa.eu/en/meetings/european-council/2020/04/23/>

Cuadro 2

Análisis de eventos en la evolución de la deuda española e italiana ante la expectativa de retirada de estímulos de bancos centrales

(Agosto 2021-marzo 2022)

	TIR de deuda 10 años (%)			Prima riesgo (pb)		Prima riesgo 10-2 años (pb)	
	Alemania	Italia	España	Italia	España	Italia	España
05/08/2021 ^a	-0,50	0,53	0,20	103	70	75	55
01/11/2021 ^b	-0,10	1,21	0,63	132	73	74	67
14/02/2022 ^c	0,28	1,97	1,30	169	101	101	57
10/03/2022 ^d	0,27	1,90	1,26	163	100	102	59

	CDS 5 años (pb)		ISDA spread (pb)		Volat (%)	Expect. subida FMD (pb)		
	Italia	España	Italia	España	tipos €	1 año	2 años	3 años
05/08/2021 ^a	72	30	30	10	32	-2	2	7
01/11/2021 ^b	86	34	34	10	64	28	47	55
14/02/2022 ^c	106	41	51	12	76	94	126	126
10/03/2022 ^d	102	44	48	11	102	75	96	110

^a Temor a recaída cíclica y deterioro de crisis sanitaria COVID (variante delta).

^b Expectativa de anuncio de finalización PEPP en 1T22 a anunciarse en Consejo de Gobierno del BCE 16/12/21, así como de inicio de subidas de tipos a final 2022.

^c Máximo local de primas de riesgo (desde junio 2020).

^d En plena escalada de tensión geopolítica por la guerra de Ucrania.

Fuente: Afi y Bloomberg.

española e italiana frente a la alemana comienzan a elevarse, de forma muy gradual, a partir de finales del verano de 2021. La ampliación se ace-

En el actual episodio de ampliación de primas de riesgo de la deuda de la periferia del euro (a partir del verano pasado y que se ha acelerado en el inicio de 2022) el rol del riesgo idiosincrático está siendo limitado.

lera durante la parte final del ejercicio, a un ritmo aún moderado, y experimenta un notable impulso al alza durante el mes de febrero de 2022. Es en este momento cuando se alcanzan referencias de 100 y 170 puntos básicos, de forma respectiva,

para los diferenciales de España e Italia al plazo de 10 años. En paralelo, los diferenciales de CDS aumentan, pero en magnitud sensiblemente inferior, alcanzando niveles ligeramente superiores a 50 puntos básicos en España, y de 100 puntos básicos en Italia. Apuntando en la misma dirección, de muy moderado aumento del riesgo idiosincrático, la pendiente entre diferenciales a 2 y 10 años no solamente no se estrecha si no que se amplía, y el ISDA spread repunta con suavidad en el caso italiano, manteniéndose estable para la deuda española. Esta configuración apunta a que el aumento del riesgo idiosincrático en este movimiento ha sido muy limitado. Las dos primeras semanas de guerra en Ucrania no han provocado alteraciones significativas desde estos niveles.

Así las cosas, los niveles alcanzados por las variables que configuran el análisis de la prima de riesgo de la deuda periférica en este segundo período están muy lejos de los alcanzados en el primer período de análisis, y apuntan a que el cambio en la percepción del mercado sobre el riesgo asociado a la inversión en deuda española e italiana es moderado. En estos términos, podemos decir que, hasta la fecha, la mayor parte del movimiento alcista en variables representativas de la prima de riesgo experimentada en esta segunda fase tiene su origen en la búsqueda de un nuevo equilibrio en el precio relativo de la deuda periférica frente a la del núcleo de la zona del euro ante un cambio de signo en la política monetaria (menos compras de deuda y tipos al alza). El alza de los diferenciales en el mercado de bonos, paralela, por un lado, al descuento de subidas de tipos de interés de intervención del BCE y adelantamiento del final de las compras netas de deuda y, por otro, a la volatilidad cotizada sobre opciones de tipos de interés en esta divisa (que refleja la incertidumbre sobre su evolución futura), parece indicar que es el “cambio de tercio” en la política monetaria el factor que estaría pesando en mayor medida en el movimiento reciente de las primas de riesgo periféricas. Los gráficos 5 y 6 ilustran la evolución de estas variables en los últimos doce meses, observándose un claro co-movimiento a partir del verano pasado.

Creemos apropiado en este punto, repasar la secuencia de acontecimientos en relación a la evolución de la posición de política monetaria de la Reserva Federal (Fed) y el BCE, desde el otoño de 2021 hasta la actualidad.

- En EE. UU., a finales de noviembre se produce un giro claro, tensionador, en el mensaje de la Reserva Federal, que posteriormente se confirmará en el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de mediados de diciembre y en las actas de dicha reunión, publicadas a mediados de enero. La fuerte expansión económica —situación cercana al pleno empleo— y los riesgos para la inflación a medio plazo llevan a la Fed a decidir acelerar la finalización de las compras de deuda del Tesoro de los EE. UU. y

títulos respaldados por hipotecas residenciales (*mortgage backed securities, MBS*), y a reconocer con claridad que será necesario adelantar en el tiempo e intensificar la senda de subidas de tipos de intervención (la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC para el nivel del tipo de intervención en 2022 y 2023 se eleva de forma substancial). Estas expectativas se han reforzado durante los primeros dos meses de 2022, alimentadas por la continuidad de las sorpresas al alza en los registros de inflación. El brutal aumento de tensión geopolítica global originada por la guerra en Ucrania, apenas ha reducido el descuento de subidas de tipos del mercado para la Fed.

- En el caso del BCE, las expectativas de retirada de estímulos monetarios —en concreto de reducción de las compras de deuda y de subida de tipos de intervención— comenzaron a reflejarse con claridad en la curva de tipos de interés de corto plazo del euro a inicios de noviembre, y se acentuaron con intensidad a partir de finales de 2021 para alcanzar niveles cercanos a los 100 puntos básicos en el horizonte de los próximos doce meses en la primera mitad de febrero. A esta evolución de los tipos subyace el mensaje emitido por el BCE, gradualmente más tensionador en la medida en que las sorpresas al alza en los registros de inflación elevaban la probabilidad de cumplimiento del objetivo de inflación a medio plazo y el riesgo de efectos de segunda ronda, en un entorno de continuidad de una recuperación económica robusta.

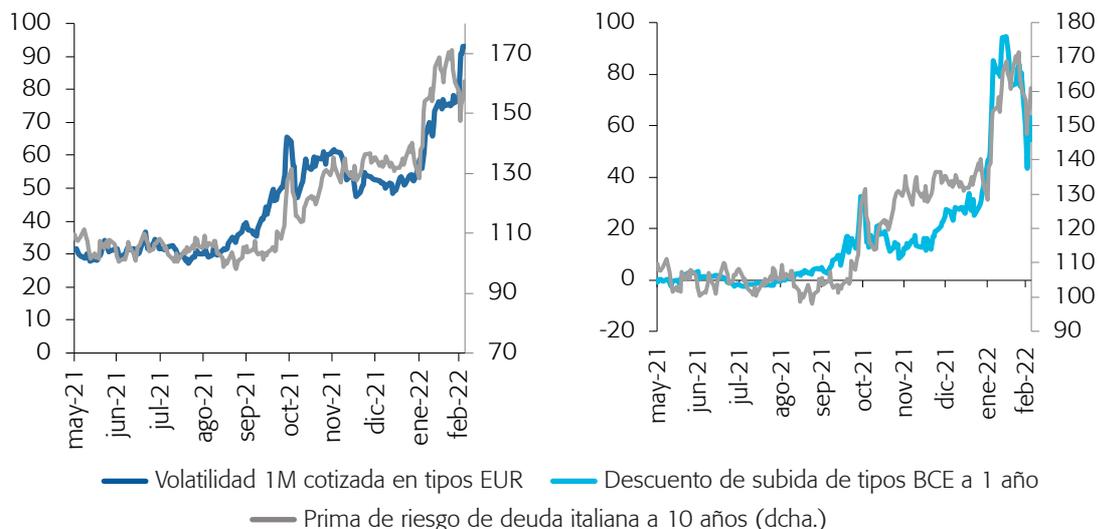
La expectativa del mercado de un anuncio de finalización del programa de compras *PEPP* a finales de marzo de 2022 cobró fuerza durante el mes de noviembre y los primeros compases de diciembre, siendo confirmada por la autoridad monetaria en el último Consejo de Gobierno del año, celebrado el 16 de diciembre. Las compras netas bajo el programa *PEPP* se discontinuarían el 31 de marzo de este año y se procedería a elevar el ritmo de compras mensuales de deuda bajo el programa de compra de activos (*APP*)

Gráfico 5

Volatilidad cotizada en tipos EUR, descuento de subida de tipos BCE a 1 año y prima de riesgo de deuda italiana a 10 años

a) Volatilidad cotizada en tipos EUR (%) y prima de riesgo de deuda italiana a 10 años (puntos básicos)

b) Descuento de subida de tipos BCE a 1 año y prima de riesgo de deuda italiana a 10 años (puntos básicos)



Fuente: Afi y Bloomberg.

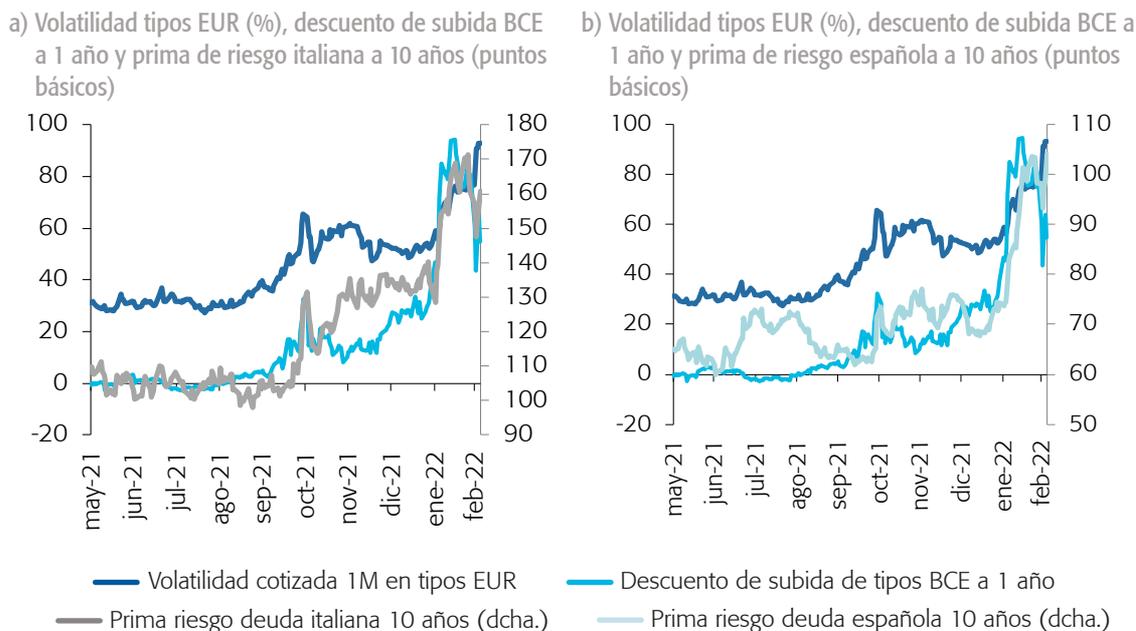
desde los actuales 20.000 millones de euros al mes a 40.000 millones mensuales durante el segundo trimestre, para reducirse a partir de ahí a 30.000 millones de euros mensuales en el tercer trimestre y 20.000 millones de euros mensuales en el cuarto trimestre. La reinversión de los cuantiosos vencimientos de deuda comprada se mantenía inalterada para el *APP* y se extendía en el caso del *PEPP* hasta al menos final de 2024 (un año más de lo establecido hasta entonces).

Teniendo en cuenta que la secuencia de política monetaria dictada por el BCE establece –hasta la fecha– que los tipos de interés no se elevarán hasta pasado un período de tiempo desde la finalización de las compras netas, es del todo punto lógico que el mercado interpretara los pasos hacia la reducción de compras netas como un acercamiento del momento en el cual se diera el pistoletazo de salida a un alza en los tipos de intervención.

El salto adicional en los registros de inflación en la zona del euro de diciembre y enero de 2022 –con mayor amplitud de componentes del índice de precios experimentando subidas intensas– en paralelo a las señales de continua mejora de la recuperación en el mercado laboral, alteraron el consenso existente en el Consejo de Gobierno del BCE de diciembre y reequilibraron el mensaje hacia posiciones más tensionadoras. Esta evolución del mensaje –que se percibía ya en la rueda de prensa de la presidenta Lagarde, en el Consejo de Gobierno del BCE del 3 de febrero y, sobre todo, en las declaraciones posteriores a esta cita de miembros relevantes de este órgano– apuntaba a la posibilidad de que se adelantara el momento de finalización de las compras netas de deuda al tercer trimestre de 2022, y la primera subida de tipos de intervención a finales de año. En estos momentos, tal y como se refleja en el cuadro 2, el descuento de subidas de tipos para el BCE se dispara, alcanzando cerca de 100 puntos

Gráfico 6

Volatilidad cotizada en tipos EUR, descuento de subida de tipos BCE a 1 año y primas de riesgo de deuda italiana y española a 10 años



Fuente: Afi y Bloomberg

básicos en el horizonte a un año y asociando una probabilidad nada despreciable a una primera subida ya a finales de verano, que implícitamente implica una aceleración del final de las compras de deuda del BCE al verano.

El inicio de la guerra en Ucrania, el aumento de la aversión global al riesgo y la dislocación de los precios globales de la energía introducen un choque negativo sobre el crecimiento y al alza en la inflación. La intensidad de este impacto es muy incierta, pero será la clave que condicionará la respuesta final de política monetaria del BCE y las acciones de política económica de la Unión Europea. En el Consejo de Gobierno del 10 de marzo, el anuncio de aceleración de la reducción del volumen de compras del APP (que se reducen de cara al segundo trimestre y podrían finalizar durante el tercer trimestre), aunque condicionada a la evolución de la inflación y las condiciones de financiación prevalentes en el inicio del verano, eleva la probabilidad de

que el inicio de las subidas de tipos se adelante al otoño de 2022.

El contexto actual favorece una mayor estabilidad de primas de riesgo en relación a episodios pasados

Llegados a este punto, podemos concluir que en el actual episodio de ampliación de primas de riesgo de la deuda de la periferia del euro (a partir del verano pasado y que se ha acelerado en el inicio de 2022) el rol del riesgo idiosincrático está siendo limitado, y que la variable fundamental que dirige los diferenciales es la búsqueda de un nuevo precio de equilibrio para el activo ante la alteración del *statu quo* en la configuración de la política monetaria, tanto en la dirección de los tipos de intervención como en la magnitud de las las compras netas de deuda.

A pesar de ello, y mirando hacia adelante, la atención debe centrarse en los tres factores clave que, en nuestra opinión, gobiernan la intensidad de

La atención debe centrarse en los tres factores clave que podrían dar lugar a un deterioro substancial del riesgo a nivel idiosincrático: las vulnerabilidades o desequilibrios estructurales propios de cada país; el grado de avance (o retroceso) en la arquitectura institucional de la eurozona y de la UE; y el compromiso de la política monetaria del BCE con la limitación de riesgos de fragmentación en la eurozona.

poder asistir a un deterioro substancial del riesgo a nivel idiosincrático con consecuencias sistémicas en los mercados de deuda de los países de la periferia del euro. Estos son, por un lado, las vulnerabilidades o desequilibrios estructurales propios de cada país; por otro, el grado de avance (o retroceso) en el perfeccionamiento de la arquitectura institucional de la zona del euro y de la UE; y por último, el compromiso de la política monetaria del BCE con la limitación de riesgos de fragmentación en la eurozona.

■ En relación a los desequilibrios estructurales, podemos decir sin temor a equivocarnos que, tanto en el caso de España como en el de Italia, el grado de vulnerabilidad ante potenciales ajustes asimétricos provenientes de choques macroeconómicos dista mucho, por mejor, de la configuración previa al estallido de la crisis de deuda soberana de inicios de la década pasada. El cuadro 3 refleja, para ambos países, esta comparativa. De entre todos los indicadores seleccionados —saldo público, por cuenta corriente y posición de inversión internacional neta, nivel de endeudamiento total, público y privado, excesos financieros a nivel global y en el sector inmobiliario, así como la posición de solvencia bancaria— son el componente estructural del déficit público y la elevada ratio de deuda

pública sobre el PIB los únicos que no han experimentado mejora desde el año 2010.

Un factor de debilidad estructural adicional, que afecta en particular a Italia, es la volubilidad de su situación política. El ascenso al gobierno de la coalición entre la Lega de Salvini y el Movimiento 5 estrellas en las elecciones de 2018, y sus propuestas de corte populista y marcado sesgo antieuropeísta, provocaron un episodio de pánico en los inversores, que disparó la prima de riesgo italiana a niveles superiores a los 325 puntos básicos, con un claro liderazgo de factores de riesgo idiosincrático. En aquel entonces, el respaldo de buena parte de la ciudadanía a posiciones contrarias al euro y a la UE estaba en torno al 30 %. En la actualidad, y a pesar de que en unas hipotéticas próximas elecciones sigue latente —según indican los sondeos— la posibilidad de un gobierno de coalición entre Fratelli d'Italia (extrema derecha con sesgo antieuropeísta) y la Lega, con algún otro apoyo de centro-derecha, la mejora del sentimiento de los italianos respecto a Europa y el euro (solamente un 17 % de los encuestados en el Eurobarómetro de febrero de 2022 se muestran contrarios a la zona del euro) es un factor que reduce la posibilidad, remota en cualquier caso, de una reedición de un episodio del estilo al de la primavera de 2018. Adicionalmente, el abandono del discurso antieuropeísta del Movimiento 5 estrellas, la moderación del discurso de la Lega en este sentido y la importante relación de reformas estructurales aprobadas por el actual gobierno de Mario Draghi como acompañamiento a las fuertes inversiones a cargo del Fondo de Recuperación, completan una situación que implica un riesgo político sensiblemente inferior al de entonces.

■ A pesar de que, como hemos analizado en este artículo, el cambio de signo de la política monetaria del BCE que ahora se inicia tiene como consecuencia una alteración del precio relativo de equilibrio de la deuda de la periferia de la eurozona, las medidas adoptadas

Cuadro 3

Variables estructurales de España e Italia: situación actual frente a 2010

	España		Italia	
	2010	2021	2010	2021
Deficit por cuenta corriente (% PIB)	-3,7	0,3	-3,3	3,5
Déficit público estructural (% PIB)	-6,8	-4,7	-3,7	-8,0
Deuda pública (% PIB)	60,5	120,6	119,2	154,4
Deuda privada (% PIB)*	203,2	146,4	123,1	118,7
PIIN (% PIB)**	-91,0	-85,5	-20,1	2,3
Gap inmobiliario ^b	16,1	1,8	12,4	-4,7
Gap de crédito ^c	6,6	-16,4	13,9	-7,6
Activos sistema bancario (% PIB)*	326	326	157	174
Solvencia sistema bancario (CET1 ratio. %)*	9,6	14,5	8,8	17,1

^a Posición de inversión neta internacional

^b Crecimiento del crédito inmobiliario en relación a su tendencia

^c Crecimiento del crédito total en relación a su tendencia

(*) Datos a cierre de 2020

por la autoridad monetaria desde el año 2012 constituyen, cuando se toman en conjunto, un factor de estabilidad clave que limita la probabilidad de que se reproduzcan episodios de fuerte alza del riesgo idiosincrático y sistémico con origen en estas economías. Desde el ya famoso *"Whatever it takes"* de Mario Draghi en julio de 2012, a la creación del programa de compras de deuda *PEPP*, con una flexibilidad amplísima para actuar en los mercados (tanto en la compra neta como en la reinversión), las actuaciones del BCE reflejan un compromiso total de la institución para minimizar cualquier riesgo de potencial fragmentación financiera que impida la normal transmisión de la política monetaria y, por tanto, supongan un riesgo para el cumplimiento de los objetivos de estabilidad de precios y salvaguarda de la estabilidad financiera de la zona del euro. Volviendo de nuevo la mirada al horizonte de los próximos meses, hay que insistir en que el final de las compras netas de activos no supone un final de la compra de deuda por parte del BCE, pues la institución seguirá reinvertiendo hasta al menos el final de 2024 los vencimientos de los casi 5 billones de euros

en activos de deuda –pública y privada– que a febrero de 2022 tiene en su balance.

- El último factor clave que juega a favor de una mayor estabilidad de las primas de riesgo de la periferia del euro radica en los avances en el proceso de construcción europea y de perfeccionamiento de la arquitectura institucional de la UE y de la zona del euro. Aunque avanzar en los pasos necesarios que permitan reforzar la solidez del proyecto europeo es una tarea enorme y que, seguro, llevará mucho tiempo conseguir, lo cierto es que se ha avanzado mucho en la última década. Y se ha hecho a golpe de crisis, como suelen hacerse las cosas en Europa. La crisis financiera global y la crisis de deuda soberana de la zona del euro sembraron la semilla para la creación de la unión bancaria, que si bien aún incompleta (ausencia de acuerdo para implementar el seguro de depósitos a nivel paneuropeo) ha dado pasos muy relevantes para la estabilidad y gestión de crisis bancarias con la creación de los mecanismos únicos de resolución y supervisión.

El esfuerzo común de reconstrucción tras la pandemia —cuyo máximo exponente es la creación del Fondo de Recuperación (*Next Generation EU*)— ha sido financiado con cargo al presupuesto común de la UE, siendo la propia Unión el emisor de más de 600.000 millones de euros en bonos en el mercado entre 2021 y 2024. Otro ejemplo de claro avance lo encontramos en el ámbito de las denominadas reglas fiscales europeas, que tras suspenderse con la irrupción de la COVID-19 por espacio de tres años, podrían volver a ser de aplicación en 2023. Lo harán tras una revisión que apunta a una simplificación y a una mejora de la gobernanza que permita, por un lado, que sirvan a su propósito de servir de control de las finanzas públicas, al tiempo que eliminen aspectos perniciosos derivados de su implementación.

En adelante, la nueva realidad que precipita la guerra entre Rusia y Ucrania, supone una llamada de atención para la UE en materia de seguridad exterior y defensa, dependencia energética y otros aspectos de índole geopolítica hasta ahora descuidados, y constituye una oportunidad para profundizar en la cohesión y estabilidad institucional de la UE. El compromiso de invertir de forma muy intensa en mecanismos de defensa a nivel de la UE, y el recurso —de nuevo— a la emisión de deuda común para financiar este esfuerzo, es un vector clave en este proceso de avance europeo. En nuestra opinión, la emisión de deuda conjunta tiene un impacto de magnitud similar, o incluso superior, al provocado por los programas de compras de deuda del BCE: se emite una señal fuerte al mercado de que

se comparten los costes (de la pandemia, de la guerra, etc.) sin sobrecargar los niveles de deuda a nivel de cada país.

Conclusión

La potencial retirada de estímulos monetarios supone un cambio muy relevante para la cotización de la deuda pública de la periferia de la eurozona. El SEBC ha sido el principal inversor en deuda periférica en los últimos años, con un rol precio-aceptante y el férreo objetivo de evitar episodios de fragmentación financiera que impidan la correcta transmisión de la política monetaria y eleven el riesgo de inestabilidad financiera.

Un cambio de signo de la política monetaria del BCE, probable pero sujeto a una elevada incertidumbre ante las consecuencias económicas de la fuerte tensión geopolítica derivada de la guerra entre Rusia y Ucrania, tiene como implicación principal que el mercado deba definir un nuevo equilibrio para el precio relativo de la deuda española e italiana frente a la alemana.

En todo caso, la reducción de la mayoría de desequilibrios estructurales en los países de la periferia, el compromiso del BCE en su lucha para evitar nuevos episodios de fragmentación financiera en la eurozona, y los avances en la unidad europea y el progresivo perfeccionamiento de su arquitectura institucional, constituyen factores que contribuyen de forma decisiva a minorar el riesgo de reedición de episodios de fuerte elevación del riesgo idiosincrático y sistémico que disparen las primas de riesgo de la deuda soberana de economías de la periferia del euro.

La reactivación del mercado hipotecario español

*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández**

El mercado hipotecario se recupera paulatinamente en España tras la pandemia, a medida que las nuevas operaciones superan a las amortizaciones de deuda. Pero esto solo está sucediendo recientemente y no de forma constante. La generación de fuentes de incertidumbre (pandemia, inflación, invasión de Ucrania) da lugar a variaciones en parámetros que afectan al ahorro y al endeudamiento difíciles de calibrar. En todo caso, las tasas interanuales de crecimiento de la financiación a la vivienda comenzaron a ser positivas en abril de 2021 y se han estabilizado en el 0,7 % en los últimos meses. 2022 puede ser un año de crecimiento estable y de moderación, con la vista puesta en posibles variaciones de factores fundamentales para este mercado como los tipos de interés o la inflación. Es difícil delimitar qué relación puede existir entre la evolución de la política monetaria y la del mercado hipotecario español. Lo que sí se está observando es que los tipos interbancarios –referencia fundamental para muchas hipotecas a tipo variable– están subiendo en la eurozona de forma significativa, aunque se mantienen en terreno negativo y hay una rápida transición de las hipotecas a tipo variable a las de tipo fijo.

Una vez que el principal riesgo geopolítico para 2022 se ha materializado, el análisis económico se ve afectado por una considerable incertidumbre. El conflicto bélico en Ucrania desencadena reacciones y efectos que acaban alterando las decisiones económicas. En este sentido, las que se refieren a la vivienda y al mercado hipotecario son sensibles a perturbaciones en variables clave que, en este momento, están especialmente afectadas, como la inflación, el ahorro o los tipos de interés.

Desde la crisis financiera global y sus ramificaciones posteriores en la deuda soberana europea, los

mercados inmobiliario e hipotecario en España se han mantenido lejos de su boyante y, en ocasiones, excesivo comportamiento de los primeros años del siglo XXI. Las necesarias correcciones de precios de la vivienda y el despalancamiento de las familias –que llegaron muy endeudadas a 2008– explican buena parte de lo acontecido desde entonces. No obstante, en los últimos cinco años –quitando la pandemia por sus circunstancias extraordinarias– se observó algo de movimiento, tanto en las compraventas como en los precios. Sin embargo, en el ámbito de los créditos hipotecarios no se ha apreciado hasta fechas recientes una cierta reactivación.

* Universidad de Granada y Funcas.

El segmento hipotecario es cuantitativamente uno de los principales en los mercados de crédito. Su evolución tiene especial trascendencia. Existen varias razones para entender por qué están “reviviendo” las hipotecas. La normalización de la vida económica y social tras lo peor de la pandemia, con una recuperación en marcha y mejores perspectivas para este año, contribuye a que las familias vuelvan a plantearse la inversión en un bien que –por su elevado montante– supone una de las decisiones económicas más importantes a lo largo de la vida. Asimismo, una parte significativa del ahorro embalsado durante estos dos años se ha dirigido a la vivienda. Sin embargo, las últimas cifras muestran un debilitamiento del ahorro familiar, por lo que este factor no tiene por qué tener un peso o recorrido importante a medio plazo. De ahí también que las cifras de crédito hipotecario estén aumentando en este contexto de mayor interés en la vivienda: acabado el ahorro, el crédito juega un papel creciente, en un escenario además de tipos de interés ultrarreducidos pero con previsión al alza. Asimismo, la contienda militar en Ucrania obliga a ser precavidos respecto al comportamiento económico y financiero de los principales agentes implicados, potenciales hipotecados y entidades financieras.

Aunque hasta ahora los bajos tipos habían tenido un escaso papel en el mercado hipotecario, el contexto monetario expansivo aún existente está animando a los posibles compradores a invertir, antes de que se materialicen posibles subidas. Por último, un factor dinamizador del mercado en los últimos meses parece ser el incremento en la competencia por las hipotecas, con algún nuevo actor tecnológico. Hay ofertas no vistas desde hace años, particularmente las diseñadas para las generaciones más jóvenes, como la posibilidad de conceder hipotecas por importe superior al 80 % del valor de tasación del inmueble.

En todo caso, los riesgos en el mercado hipotecario parecen aún limitados. Más aún cuando los precios de la vivienda van al alza, pero en un contexto de inflación, por lo que hablar ahora de burbuja parece precipitado. No se debe olvidar el medio plazo que está lejos de ser explosivo: a unos años vista aumentará la oferta de viviendas disponibles

en España con el envejecimiento de la población, lo que debe atemperar la evolución de los precios, salvo que una improbable demanda de vivienda por parte de los no residentes creciera intensamente.

La incipiente recuperación del mercado hipotecario no es exclusiva de España. En otras importantes economías, como la estadounidense, este mercado ya mostró signos de crecimiento significativo en 2021, con subidas de precios hasta el 19 %. En 2022, con las expectativas de tipos de interés, se espera un cierto enfriamiento y que las subidas de precios no pasen del entorno del 3 %. Algunas instituciones como la Mortgage Bankers Association consideran que los precios incluso bajarán en Estados Unidos en 2022, alrededor de un 2 %. En Europa, el mercado es muy desigual. Curiosamente, países como Alemania han registrado avances de hasta el 12 % (muy inusual), mientras en España ha sido del 4 % y se espera que sea similar en 2022. Tal vez la expectativa de subidas de tipos en 2023 enfríe algo más ese crecimiento.

En esta nota, en cualquier caso, se examina en los siguientes apartados la evidencia más reciente para el caso español, tanto en términos de financiación, como en condiciones, importes y plazos, entre otras variables de interés. A continuación, se ofrecen algunas conclusiones y perspectivas sobre cómo puede evolucionar el mercado hipotecario en 2022.

Financiación hipotecaria

Una financiación hipotecaria al alza y sostenible requiere condiciones monetarias y de estabilidad financiera apropiadas. Los últimos datos del Banco de

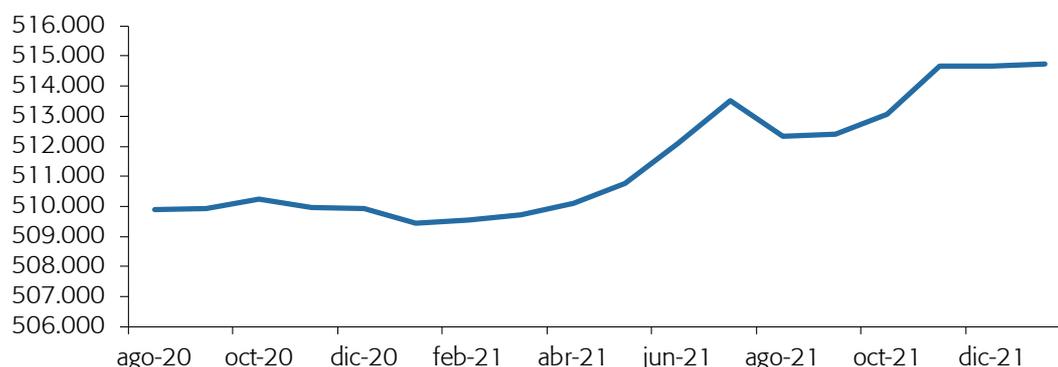
Las tasas interanuales de crecimiento de la financiación a la vivienda comenzaron a ser positivas en abril de 2021 y se han estabilizado en el 0,7 % en los últimos meses.

España, para enero de 2022, sugieren que los depósitos de las familias crecen un 4,6 % en tasa interanual.

Gráfico 1

Saldo vivo de financiación de vivienda

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Los hogares españoles ya cuentan con 959.600 millones de euros en enero de 2022. Por otro lado, la ratio de dudosos del crédito al sector privado residente se situó en diciembre en el 4,29 %, manteniéndose bastante estable durante toda la pandemia. Parte de estos dos factores —elevado ahorro financiero y baja dudosa— tiene un componente coyuntural en sus posibles efectos sobre la vivienda y la demanda hipotecaria. Así, por ejemplo, gran parte de los depósitos son a la vista y proceden de un incremento significativo del ahorro precaución con la pandemia. Parte de la incipiente reactivación inmobiliaria e hipotecaria tiene que ver con esa movilización de ahorro, pero su recorrido es, necesariamente, limitado. En cuanto a la morosidad, es preciso reconocer que se está conteniendo en niveles reducidos mucho más tiempo del que se pensaba para una economía que ha atravesado importantes dificultades con la pandemia. La extensión de mecanismos como los ERTE, las moratorias crediticias, diferentes ayudas o facilidades en la legislación concursal pueden estar explicando parte de este comportamiento, aunque un cierto aumento de la morosidad acabará siendo inevitable cuando esos soportes se retiren.

El mercado hipotecario se recupera paulatinamente, a medida que las nuevas operaciones superan a las amortizaciones de deuda. Pero esto

solamente está sucediendo recientemente y aún no de forma lineal, como se muestra en el gráfico 1. Tras un estancamiento significativo durante 2020, incluso con caídas del saldo vivo de financiación de vivienda en las peores fases de la pandemia, durante 2021 se produjeron varios “tirones” de los importes prestados para vivienda, para situarse ya hacia finales de año y en los primeros compases de 2022 en un crecimiento moderado y estable. En este sentido, como se observa en el gráfico 2, las tasas interanuales de crecimiento de la financiación a vivienda comenzaron a ser positivas en abril de 2021 y se han estabilizado en el 0,7 % en los últimos meses.

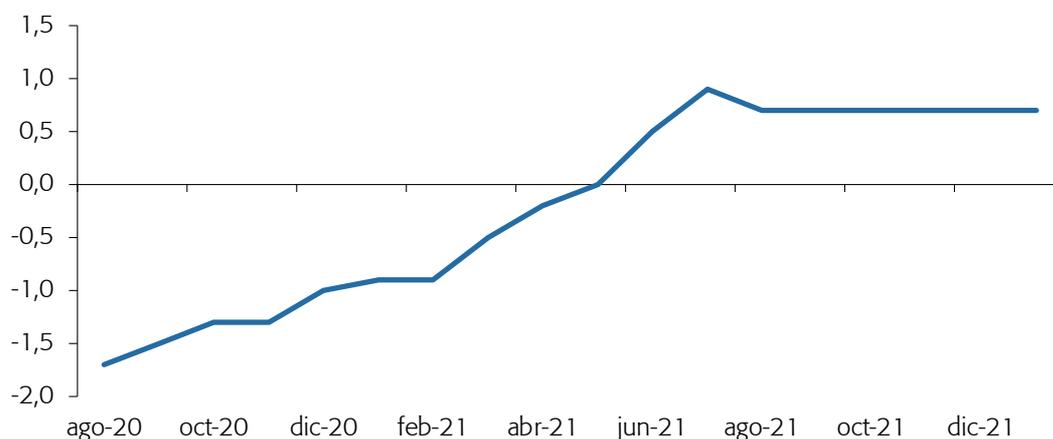
En los momentos de menor actividad, la titulación ha crecido como recurso alternativo de generación de liquidez y negocio para las entidades financieras, alcanzando entre el 22 % y el 25 % del saldo del crédito vivo. Hay margen, por tanto, para el negocio de titulación en los próximos meses y más cuando suban los tipos de interés.

Sin embargo, los flujos efectivos de crédito (concesiones menos amortizaciones) solo parecen recuperarse recientemente (gráfico 3). Llama la

Gráfico 2

Tasa de crecimiento interanual de financiación de vivienda

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

atención que, en los momentos de menor actividad, la titulización ha crecido como recurso alternativo de generación de liquidez y negocio para las entidades financieras. En este sentido, la titulización equivale a entre el 22 % y 25 % del saldo del crédito vivo. Por lo tanto, hay margen para el negocio de titulización en los próximos meses y más cuando suban los tipos de interés.

Dinámica del mercado hipotecario: compraventas, hipotecas, tipos de interés y negociación de condiciones

Los datos sobre transmisiones de derechos de propiedad e hipotecas del Instituto Nacional de Estadística ofrecen alguna información de interés sobre cómo está cambiando la financiación tanto en su demanda como en su oferta. Como se muestra en el cuadro 1, las compraventas de vivienda han recuperado el nivel prepandemia y crece el porcentaje de las que se hipotecan, aunque la evolución no es lineal. Se aprecian, en general, más necesidades de financiación.

Por otro lado, como indica el cuadro 2, los tipos de interés medios de las hipotecas están subiendo paulatinamente, arrastrados por las tendencias en

los mercados globales y subirán aún más si el Banco Central Europeo se ve obligado a retirar más rápido sus estímulos. Aumentan las novaciones de contratos y hay una rápida transición hacia contratar (o renegociar) para convertir tipo variable a tipo fijo.

Es difícil delimitar qué relación puede existir entre la evolución de la política monetaria y la del mercado hipotecario español. Por un lado, las decisiones del Banco Central Europeo están ahora sometidas a un grado adicional de incertidumbre por la guerra en Ucrania y su incidencia, entre otros aspectos, en

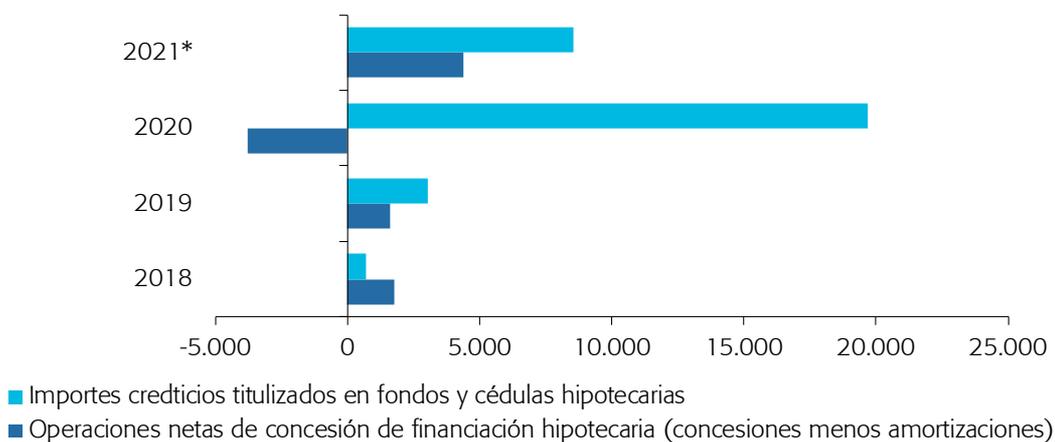
Los tipos interbancarios –referencia fundamental para muchas hipotecas a tipo variable– están subiendo en la eurozona de forma significativa, aunque siguen en niveles negativos. Asimismo, tres de cada cuatro hipotecas nuevas suscritas son a tipo fijo, lo que limita la incidencia de las variaciones en los tipos de interés.

la inflación. Por otro lado, no es sencillo establecer una relación directa entre expectativas de evolución de los tipos de interés oficiales y los tipos hipotecarios. Lo que sí se está observando es que los tipos

Gráfico 3

Operaciones netas crediticias y nuevos flujos de titulización hipotecaria

(Millones de euros)



(*) Hasta septiembre.

Fuentes: Banco de España, Bolsas y Mercados Españoles y elaboración propia.

interbancarios —referencia fundamental para muchas hipotecas a tipo variable— están subiendo en la eurozona de forma significativa, aunque, de momento, no hay anuncio ni previsión de subida de tipos del BCE. En todo caso, siguen en niveles negativos. Asimismo, como se ha señalado anteriormente, tres de cada cuatro hipotecas nuevas suscritas son a tipo fijo, lo que limita la incidencia de las variaciones en los tipos de interés. En todo caso, la evolución en otros mercados donde las expectativas sobre subidas de tipos son más claras ofrecen algunas referencias de interés. Así, por ejemplo, en Estados Unidos el tipo hipotecario fijo

promedio a 30 años alcanzó el 2,65 % en 2021, lo que supone un aumento neto del 0,5 %. La mayoría de los análisis consideran que en 2022 aumentará otro 0,5 %. Sin embargo, las estimaciones pueden quedarse cortas. La Mortgage Bankers Association ha señalado que el tipo de la hipoteca fija promedio a 30 años se elevó al 3,64 % en enero, frente al 3,11 % de diciembre. Es el mayor crecimiento mensual desde 2013.

Por otro lado, el Banco de Inglaterra ha encadenado subidas de tipos hasta el 0,75 % en marzo. Sin

Cuadro 1

Mercado hipotecario en España: compraventas, hipotecas e importes

	dic-21	nov-21	oct-21	oct-20	oct-19
Compraventas de vivienda	48.119	49.895	46.242	37.605	42.825
Viviendas hipotecadas	32.905	36.220	36.249	28.248	29.691
Hipotecadas/Compraventas (%)	68,4	72,6	78,4	75,1	69,3
Capital prestado (miles de euros)	6.710.560	5.005.203	5.006.386	3.811.213	3.837.182
Importe medio hipoteca	157.086	138.189	138.111	134.920	129.237

Fuente: INE y elaboración propia.

Cuadro 2

Mercado hipotecario en España: tipos de interés, plazos y cambios en contratos

	<i>dic-21</i>	<i>nov-21</i>	<i>oct-21</i>	<i>oct-20</i>	<i>oct-19</i>
Tipo de interés medio (%)	2,59	2,59	2,59	2,47	2,42
Plazo medio (años)	24	24	23	25	23
Porcentaje de hipotecas a tipo fijo	65,8	64,3	64,4	46,9	42,9
Porcentaje de hipotecas a tipo variable	34,2	35,7	35,6	53,1	57,1
Cambios en contratos hipotecarios (novaciones)	12.013	17.043	17.219	7.716	3.377
Porcentaje de novaciones con cambios en tipos	21	17	17	26	35

Fuente: INE y elaboración propia.

embargo, el 74 % de los propietarios con hipoteca la tienen a tipo fijo y no les afectará directamente esta medida.

Conclusiones

Hay un cambio en el mercado español que aún es incipiente pero que indica una animación hipotecaria creciente. En la medida en que el ahorro materializado en depósitos es fundamentalmente en cuentas a la vista y las cuentas a plazo han caído sustancialmente, la titulización también puede crecer significativamente en 2022 para financiar el crecimiento hipotecario, sobre todo la de créditos nuevos con mayor rentabilidad. Dependerá mucho, asimismo, de las facilidades de liquidez del BCE.

En lo que a las entidades financieras se refiere, en la medida en que se produzcan novaciones de

hipotecas de variable a fijo, puede haber un efecto positivo en la rentabilidad a corto y medio plazo (porque los tipos oficiales estarán aún por debajo de los hipotecarios). Si se atiende a la evolución de las condiciones hipotecarias en los dos últimos años y, con las debidas precauciones, en las nuevas hipotecas los tipos pueden subir alrededor de 0,2 puntos porcentuales por año sin subidas oficiales y entre 0,5 y 0,7 puntos por cada cuarto de subida de tipos oficial, aunque estas aún no se divisan.

Asimismo, la evidencia puramente anecdótica en la exploración del mercado hipotecario apunta a una cierta proliferación de ofertas agresivas en términos de concesión de crédito que, en los últimos años, venían siendo prudentes (ej. porcentaje de tasación financiado superior al 80 % y al 90 %). Esta entrada "agresiva" es perceptible, sobre todo, en el caso de neobancos, aunque su cuota de mercado sea aún muy limitada.

¿Qué países confían más en la economía española?

Joaquín Maudos*

Este artículo analiza la evolución reciente de la inversión extranjera en España, identificando los principales países inversores y tomando como referencia el periodo que transcurre desde el estallido de la crisis financiera de 2007-2008 hasta la actualidad. Siete países (Francia, Alemania, Luxemburgo, Estados Unidos, Países Bajos, Italia y Reino Unido) concentran más de dos terceras partes de la inversión extranjera directa y en cartera en España. En este contexto, el elevado nivel de endeudamiento con el exterior hace que la economía española sea más vulnerable a una potencial subida de tipos de interés, dado que supondría transferir al exterior una parte mayor de la renta nacional. Para renovar la confianza de los inversores internacionales es necesario mejorar la sostenibilidad de la deuda pública, ya que es esta la que más ha crecido en los últimos años, a diferencia del desapalancamiento realizado por el sector privado. La urgencia por mejorar la sostenibilidad es ahora mayor por el posible aumento de la prima riesgo si el Banco Central Europeo anticipa la retirada de su programa de compra de activos.

Para que una economía crezca y prospere necesita acometer proyectos de inversión, ya que esta es la principal fuente de crecimiento económico y de generación de empleo. El ahorro que puede aportar un país es muchas veces insuficiente para financiar su inversión, lo que le obliga a recurrir al ahorro de terceros países y, por tanto, a endeudarse con el exterior. Pero para que ese endeudamiento sea posible, es necesario que el país sea atractivo para el inversor extranjero, lo que dependerá de sus expectativas respecto al riesgo de su inversión. Cuanto más saneada esté esa economía y más sólidos

sean sus fundamentos macroeconómicos (nivel de endeudamiento, expectativas de crecimiento, estabilidad, etc.), mayor será la probabilidad de captar el apetito inversor externo y a un menor coste.

Ese apetito inversor se materializa tanto en inversión directa como en cartera. En el primer caso, la inversión exterior directa tiene un ánimo de permanencia (ya sea mediante la compra de participaciones de capital o instrumentos de deuda, con una participación en las empresas superior al 10 %), mientras que cuando la inversión no tiene ese

* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, director adjunto de investigación del Ivie y colaborador del CUNEF. Este artículo se enmarca en el Proyecto de investigación ECO2017-84828-R del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad y AICO2020/217 del Gobierno Valenciano.

ánimo de permanencia e influencia en las empresas, se considera en cartera (participaciones de capital y en fondos de inversión, y títulos de deuda).

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar cómo ha evolucionado el apetito inversor extranjero en la economía española, ofreciendo información desagregada por países y distinguiendo entre la inversión directa y en cartera. El foco se coloca en la distribución por países de la inversión que se realiza desde fuera de España, para así analizar si se han producido variaciones desde el cambio de ciclo económico de 2007-2008 hasta la actualidad. Dado que el periodo que se analiza cubre el que transcurre de 2007 a finales de 2020, puede analizarse el impacto de la crisis financiera que estalló en 2007, la situación en el momento crítico que supuso 2012 (año en el que la prima de riesgo alcanzó un valor por encima de los 600 puntos básicos (pb) coincidiendo con la necesidad de solicitar asistencia financiera a la UE), y la situación en 2020 tras varios años de crecimiento desde la salida de la recesión en la segunda mitad de 2013. De esta forma, se identifican los países que más confían en la economía española y los cambios que se han producido desde 2007.

Evolución de la inversión exterior en España

La inversión extranjera en activos españoles se materializa en inversión directa, inversión en cartera y otras inversiones. En el primer caso, se trata de una inversión que tiene un interés a largo plazo y una influencia significativa en la gestión de la empresa, y en la práctica se concreta en una inversión que supera el 10 % del capital de una empresa (se materializa en acciones, otras formas de participación, beneficios reinvertidos, inversiones en inmuebles y financiación entre empresas relacionadas). Cuando la inversión es más de corto plazo y no tiene ese objetivo de permanencia e influencia, se considera en cartera (en acciones y participaciones en fondos de inversión, títulos de deuda con vencimiento inicial a más de un año y títulos de deuda con vencimiento inicial de un año o menos). Hay un tercer tipo de inversión que en las estadísticas

aparece como “otras inversiones” constituidas, fundamentalmente, por préstamos y depósitos. También incluye, aunque las estadísticas los separa, la variación de los pasivos del Banco de España con el Eurosistema.

Como muestra el gráfico 1, la variación de los pasivos de la economía española con el exterior tiene un carácter cíclico. Así, frente a un valor positivo en 2007 (antes de la crisis financiera) de 250.000 millones de euros, un año después cae a 100.000 millones para quedar reducida a valores por debajo de 50.000 millones de 2009, año en el que el PIB de España cayó un 3,8 %. Con la salida de la recesión a partir de 2013, el valor se va recuperando, aunque con importes muy por debajo de los de 2007, fruto del desapalancamiento que ha realizado el sector privado. Por componentes, la inversión directa es mucho más estable y siempre presenta valores positivos, aunque muy reducidos en el peor año de la crisis en 2009. En cambio, la inversión en cartera es más volátil, con valores negativos en algunos años, destacando el importe de 2010 a 2012. Finalmente, el resto de las inversiones también es volátil, con un elevado importe negativo en 2013 que se atribuye al Banco de España.

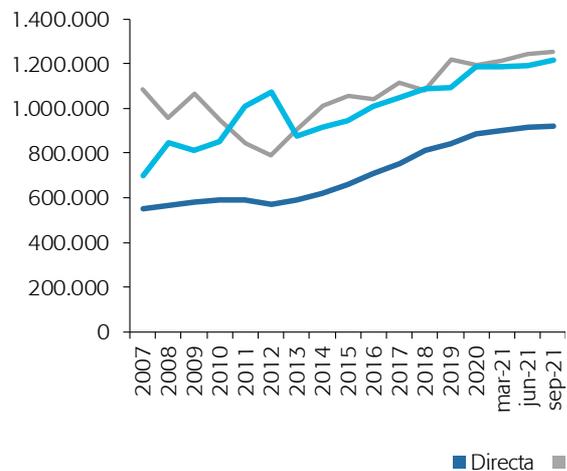
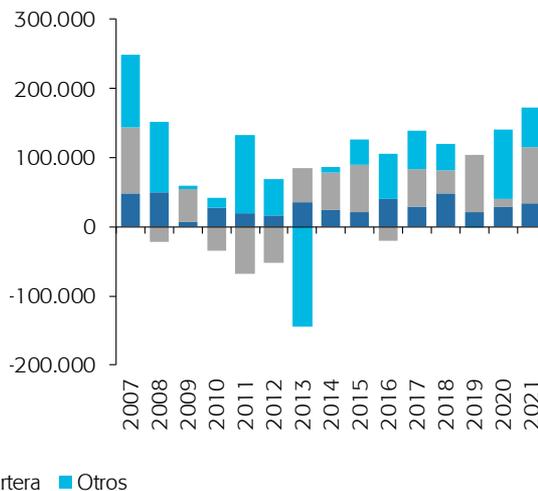
El cambio en la composición público-privada de la deuda española en manos de no residentes que ha tenido lugar en los últimos quince años refleja la distinta evolución del endeudamiento del sector público (que ha crecido con intensidad) y del privado (que ha realizado un desapalancamiento).

Con estas variaciones anuales, la evolución del *stock* de inversión muestra un crecimiento casi continuo en la inversión directa, hasta situarse en septiembre de 2021 en 920.000 millones de euros. En el caso de la inversión en cartera el impacto de la crisis financiera de 2007-2008 es claro, y la recuperación con la salida de la recesión hace que aumente hasta 1.253.000 millones de euros en la actualidad. En el resto de las inversiones el importe actual es de 1.217.000 millones de euros, por lo que el total

Gráfico 1

Inversión exterior en España

(Millones de euros)

a) Inversión**b) Variación neta de pasivos en España**

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

de pasivos financieros con el exterior es de 3.390.000 millones de euros.

En el caso de la inversión en cartera, de 2007 a 2021 se ha producido una importante variación en su composición por agentes, que refleja claramente la muy distinta evolución del endeudamiento del sector público y el privado. Así, de 2007 a septiembre de 2021 se ha multiplicado por 3,3 el importe de la deuda pública en manos de no residentes, en un contexto en el que la ratio deuda pública/PIB ha pasado del 35,8 % al 121,8 % en septiembre de 2021. En cambio, en el sector privado, el desapalancamiento tan intenso que ha tenido lugar explica que los activos adquiridos por terceros países hayan caído casi un 30 %. De esta forma, la información más reciente del tercer trimestre de 2021 muestra que la deuda pública concentra el 47,6% del total de los pasivos financieros de España con el exterior¹, lo que contrasta con el 16,4% en 2007. En

otras palabras, el aumento en 166.000 millones de euros de la inversión exterior en cartera en España de 2007 a 2021 es la combinación de una caída de 253.000 millones de la inversión en deuda privada y un aumento de 419.000 millones en deuda pública.

¿Qué países invierten en cartera en España?

Si bien el Banco de España, en las estadísticas de la balanza de pagos, ofrece información de la inversión extranjera en cartera en España, no proporciona información desagregada por países. Sin embargo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) sí publica el detalle por países y en dólares. Por tanto, utilizamos la distribución porcentual por países del FMI (2022a) para repartir el dato de inversión total en euros del Banco de España, ofreciendo esta información en el cuadro 1 para 2007 (año de cambio

¹ Según las estadísticas del Tesoro español, los no residentes poseen el 43,4 % de la deuda pública española (dato a noviembre de 2021), siendo los principales tenedores de la deuda pública, seguida por la que está en manos del Banco de España (33,1 %). En 2007, el Banco de España solo tenía el 3,1 % de esa deuda, lo que muestra la importancia que han tenido los programas de compra de deuda del BCE.

de ciclo), 2012 (año de máxima tensión en los mercados financieros) y 2020 (último disponible en las series del FMI).

Antes del estallido de la crisis financiera, tres países concentraban casi la mitad de la inversión en cartera en España, si bien con una diferencia importante entre los dos primeros (Alemania y Francia) y el tercero (EE. UU.). Así, Alemania y Francia poseían cada uno casi el 20 % de la inversión en cartera en España, mientras que EE. UU. alcanzaba un 10,8 %. Con porcentajes entre el 5 % y el 10 % estaban Luxemburgo, Reino Unido, Países Bajos e Irlanda, concentrando por tanto siete países las tres cuartas partes de la inversión en cartera. Con pesos entre el 1 % y el 5 %, solo un país (Japón) es de fuera de Europa y dos de fuera de la UE (Japón y Noruega). De Latinoamérica, Brasil era el

país que más invertía en 2007, aunque el peso en el total era solo el 0,2 %.

Francia, Alemania, EE. UU., Italia y Luxemburgo son los países que más confían en España en términos de su inversión en cartera. El Reino Unido, en cambio, desde 2012 ha reducido a menos de la mitad el porcentaje que poseía del total de la inversión exterior en cartera en España.

Tras el intenso impacto de la crisis financiera, que se agudizó con la crisis de la deuda soberana de 2010 y que alcanzó el punto de máxima tensión en verano de 2012 cuando la prima de riesgo del bono español llegó a superar los 600 pb y España tuvo que solicitar asistencia financiera para ayudar

Cuadro 1

Inversión extranjera en cartera en España

	2007		2012		2020			
	Millones €	%	Millones €	%	Millones €	%		
Alemania	214.520	19,7	Francia	168.033	21,3	Francia	184.576	15,5
Francia	201.519	18,5	Alemania	137.300	17,4	Alemania	157.113	13,2
EE. UU.	116.992	10,8	EE. UU.	89.342	11,3	EE. UU.	141.362	11,9
Luxemburgo	94.332	8,7	Luxemburgo	64.588	8,2	Italia	117.096	9,8
Reino Unido	80.069	7,4	Reino Unido	54.342	6,9	Luxemburgo	107.669	9,0
Países Bajos	66.021	6,1	Países Bajos	48.262	6,1	SEFER + SSIO	102.307	8,6
Irlanda	63.542	5,8	Italia	40.872	5,2	Irlanda	65.429	5,5
SEFER + SSIO*	42.991	4,0	Irlanda	35.775	4,5	Japón	63.501	5,3
Bélgica	36.432	3,4	Bélgica	25.041	3,2	Países Bajos	46.695	3,9
Italia	28.803	2,6	Japón	22.174	2,8	Reino Unido	36.577	3,1
Japón	26.732	2,5	Noruega	21.602	2,7	Portugal	28.514	2,4
Noruega	25.629	2,4	Portugal	17.621	2,2	Bélgica	24.942	2,1
Portugal	15.707	1,4	SEFER + SSIO	16.278	2,1	Noruega	19.754	1,7
Suecia	11.637	1,1	Austria	8.498	1,1	Austria	14.404	1,2
Resto del mundo	62.016	5,7	Resto del mundo	40.695	5,1	Resto del mundo	82.879	5,8
Total	1.086.940	100,0	Total	790.422	100,0	Total	1.192.819	100,0

(*) SEFER + SSIO = activos mantenidos como reserva y tenencias de organismos internacionales.

Fuente: FMI y elaboración propia.

al sector bancario, apenas varía la distribución por países de la inversión en cartera, siendo de nuevo Francia, Alemania y EE. UU. nuestros principales acreedores al concentrar la mitad de la inversión. Solo es de destacar el mayor peso de Italia, ya que duplica su participación del 2,6 % al 5,2 %.

Donde sí se observan cambios a destacar es cuando se compara la distribución por países de la inversión en cartera de 2012 con 2020. Los tres primeros países ya no concentran la mitad de la cartera, sino el 40 %, y entra Italia en la lista (aumentando su peso del 5,2 % al 9,8 %) para completar ese 50 %. Destaca también la pérdida de cuota de Francia (del 21,3 % al 15,5 %) y Alemania (del 17,4 % al 13,4 %), mientras que EE. UU. mantiene su cuota cercana al 12 %. También es de destacar la caída a más de la mitad del porcentaje de inversión de cartera en manos del Reino Unido (de hecho, es de los pocos países en los que cae en términos absolutos el importe de su inversión) y el aumento de Japón (del 2,8 % al 5,3 %). De Latinoamérica, ningún país tiene una participación significativa, ya que el que más invierte, que es Brasil, tiene un peso de solo el 0,04 %. En lo que se refiere a Rusia, objeto de atención es estos momentos en el contexto de la guerra con Ucrania, su inversión en cartera en España es marginal, solo 164 millones de dólares.

En resumen, en el caso de la inversión en cartera, los datos más recientes muestran que Francia, Alemania, EE. UU., Italia y Luxemburgo son los países que más confían en España, ya que concentran el 60 % del total. El Reino Unido, que en 2012 era nuestro quinto acreedor en importancia, ha perdido posiciones y ha reducido a menos de la mitad el porcentaje que concentraba del total de la inversión exterior en cartera en España.

¿Qué países son los que presentan una mayor inversión directa en España?

Al igual que en la inversión en cartera, en el caso de la inversión directa se utiliza la distribución porcentual por países que ofrece la base de datos del

FMI (2022b) y se aplica al montante de inversión en cada año que proporciona el Banco de España. Con este criterio, el cuadro 2 muestra los principales países que invierten en España en 2009, 2012 y 2020. En esta ocasión, no es posible ofrecer información de antes de la crisis en 2007, ya que la base de datos del FMI solo reporta información desde 2009.

Centrando primero la atención en la situación más reciente en 2020, cinco países concentran casi las dos terceras partes de la inversión directa en España: Países Bajos, Luxemburgo, Reino Unido (estos tres con importes que superan cada uno los 100.000 millones de euros de inversión), Alemania y Francia, todos ellos pertenecientes a la UE. Si a la lista se añaden Italia, EE. UU. y Suiza, el porcentaje aumenta hasta las tres cuartas partes, sin que ningún otro país posea más del 2,5 % de la inversión total. El único país latinoamericano que aparece en el *ranking* de los 15 primeros inversores es México, con una inversión superior a los 21.000 millones de euros. La inversión de Rusia de nuevo es reducida por importe 3.362 millones de euros, aunque superior a la que España tiene en dicha economía (591 millones).

Países Bajos, Luxemburgo, Reino Unido, Alemania y Francia son los países que más inversión directa realizan en España, concentrando el 62,5 % del total. EE. UU. es el principal país inversor no europeo en España.

En comparación con 2012, año de máxima tensión en los mercados financieros, en 2020 es mayor la diversificación de la inversión por países. Por ejemplo, mientras que en 2012 la inversión del principal inversor en España, Países Bajos, concentraba el 23,8 % del total, en 2020 era casi 10 pp menos. Destaca el crecimiento de la inversión que han realizado Alemania y Reino Unido, ya que en el primer caso se ha multiplicado por 2,6 y en el segundo por 2,1. En cambio, el crecimiento de Italia y EE. UU. ha sido de mucho menor: solo un 11 % y un 5 %, respectivamente. Aunque de una cuantía más pequeña en valor absoluto, el aumento de la

Cuadro 2

Inversión directa extranjera en España

2009			2012			2020		
	Milliones €	%		Milliones €	%		Milliones €	%
Países Bajos	131.012	22,6	Países Bajos	135.790	23,8	Países Bajos	130.403	14,7
Luxemburgo	76.822	13,2	Luxemburgo	90.193	15,8	Luxemburgo	126.624	14,3
EE. UU.	61.784	10,7	Francia	55.555	9,7	Reino Unido	114.750	13,0
Reino Unido	60.730	10,5	Reino Unido	54.049	9,5	Alemania	93.266	10,5
Francia	54.005	9,3	Italia	41.919	7,3	Francia	87.881	9,9
Italia	53.488	9,2	EE. UU.	37.702	6,6	Italia	46.553	5,3
Alemania	35.127	6,1	Alemania	36.815	6,4	EE. UU.	39.622	4,5
Bélgica	21.523	3,7	Suiza	16.768	2,9	Suiza	37.234	4,2
Suiza	15.087	2,6	Bélgica	14.559	2,5	Bélgica	22.070	2,5
Portugal	11.141	1,9	Portugal	11.052	1,9	México	21.457	2,4
Irlanda	9.132	1,6	Brasil	8.251	1,4	No especificado	19.659	2,2
No especificado	6.535	1,1	Emiratos Árabes	6.929	1,2	Portugal	18.650	2,1
Suecia	5.566	1,0	No especificado	6.217	1,1	Suecia	15.980	1,8
Uruguay	5.532	1,0	Irlanda	5.867	1,0	Irlanda	14.841	1,7
Resto del mundo	32.492	5,6	Resto del mundo	49.285	8,6	Resto del mundo	95.852	10,8
Total	579.975	100,0	Total	570.952	100,0	Total	884.842	100,0

Fuentes: Banco de España y FMI.

inversión de Suiza e Irlanda ha sido intenso, ya que lo han más que duplicado de 2012 a 2020.

Un rasgo a destacar es que al menos desde 2009, Países Bajos es el país que más inversión directa realiza en España, aunque como hemos indicado, su peso ha caído en el total de la inversión. Luxemburgo se mantiene como el segundo país inversor, pero en esta ocasión su inversión ha aumentado un 65 % desde ese año. Los EE. UU. e Italia han reducido su inversión directa en la última década.

¿Cuáles son los países que más invierten en España?

Si se tiene en cuenta tanto la inversión en cartera como la directa, Francia, Alemania y Luxemburgo son los países que más invierten en España, sumando

entre los tres casi 760.000 millones de euros, lo que supone el 36 % del total: Francia 272.500 millones de euros, Alemania 250.000 y Luxemburgo 234.000. Entre 150.000 y 200.000 millones están EE. UU. (181.000), Países Bajos (177.000), Italia (164.000) y Reino Unido (151.000), de forma que los seis países mencionados concentran más de las dos terceras partes de la inversión extranjera en España. Al margen de EE. UU., de fuera de Europa solo destaca la inversión de Japón (72.000 millones de euros).

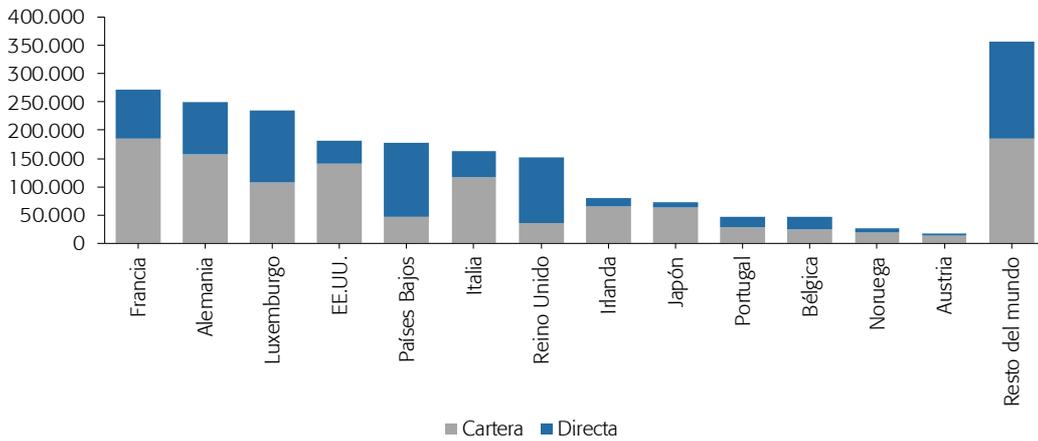
Reflexiones

El análisis de la evolución de la inversión exterior en España realizado en este artículo, tanto en cartera como directa, muestra que el endeudamiento de la economía española ha sido posible gracias a la confianza de terceros países. La inversión en cartera

Gráfico 2

Ranking de los principales países inversores en España. 2020

(Millones de euros)



Fuentes: Banco de España y FMI.

está cada vez más diversificada por países, y eso algo positivo a valorar, si bien sigue siendo elevada la concentración. Así, en 2020 cinco países (Francia, Alemania, EE. UU., Italia y Luxemburgo) concentran casi el 60 % de esa inversión.

En el caso de la inversión directa, tras el estancamiento que tuvo lugar con la crisis financiera de 2007-2008, se ha recuperado con la salida de la recesión en 2013, hasta alcanzar un importe máximo de 920.000 millones de euros en septiembre de 2021, lo que es una buena noticia ya que es una inversión que suele dirigirse a empresas más innovadoras, con empleo más cualificado y que contribuye a la mayor internacionalización y competitividad de las empresas.

El elevado nivel de endeudamiento externo de la economía española obliga a contar con la confianza del inversor extranjero, para renovar los continuos vencimientos de la deuda. Ello exige ser más competitivos para mejorar el potencial de crecimiento y hacer atractiva la inversión extranjera. Aunque la economía española ha reducido su negativa posición neta de inversión internacional desde el valor máximo del 97,7 % del PIB a mediados de 2014 al 77,3 % en septiembre de 2021, sigue siendo una economía muy endeudada en términos netos con el

exterior (solo superada en la UE por Portugal, Chipre, Irlanda y Grecia), lo que supone un elemento de vulnerabilidad frente a una potencial subida de tipos de interés como parece que se avecina. Por este motivo es fundamental generar en los próximos años capacidad neta de financiación para reducir nuestra deuda externa, lo que exige mejorar la competitividad de nuestra economía (a lo que contribuyen las reformas estructurales) y reducir la principal fuente de necesidad de financiación que es el déficit público estructural. Si bien el sector privado ha realizado en los últimos años un importante esfuerzo de desapalancamiento (lo que lo hace más solvente), lo contrario ha ocurrido en el sector público, siendo necesario reducir el elevado nivel de endeudamiento para garantizar la sostenibilidad de la deuda y generar confianza en el inversor internacional.

Tras el inicio de la crisis financiera de 2007-2008, y con más intensidad después de la crisis de la deuda soberana europea en 2010 que en España tuvo su punto álgido en verano de 2012 (con el rescate al sector bancario), la prima de riesgo de España se ha mantenido en niveles razonables gracias en gran parte a la ayuda del BCE. Sus programas de compra de deuda que se han ido renovando para hacer frente a los *shocks* negativos que han ido surgiendo (el más reciente, la crisis de la COVID-19)

han sido decisivos para mantener a raya la prima de riesgo y por tanto el coste de la financiación. Un indicador bien claro de lo mucho que debemos al BCE es el hecho de que en la actualidad el 33 % de la deuda pública española está en su balance, siendo por tanto uno de nuestros principales “avalistas”. Ese apoyo hace nuestra deuda más sostenible, en la medida en la que abarata su financiación. El riesgo al que nos enfrentamos es que conforme esos programas de compra de deuda lleguen a su fin (lo que es probable que ocurra antes de lo previsto para que el BCE pueda conseguir su objetivo de inflación), los tipos de interés subirán, y eso afectará negativamente a la sostenibilidad de la deuda, al mismo tiempo que nos obligará a transferir al exterior una mayor parte de nuestra renta para hacer frente al

pago de los intereses. Por tanto, se mire por donde se mire, una prioridad del Gobierno debería ser reducir el elevado nivel de endeudamiento del sector público y su también elevado déficit estructural.

Referencias

BANCO DE ESPAÑA (2022). *Balanza de pagos y posición inversión internacional*.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, FMI (2022a). *Coordinated portfolio investment survey (CPIS)*.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, FMI (2022b). *Coordinated direct investment survey (CDIS)*.

Coste de capital en la banca española y europea

Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez*

La recuperación de las cuentas de resultados en 2021, así como las perspectivas de una más pronta normalización de los tipos de interés (implícitas en el repunte de la curva de tipos), han apoyado la importante revalorización bursátil de la banca española y europea durante la segunda mitad de 2020 y todo 2021, hasta que la reciente irrupción del conflicto entre Rusia y Ucrania ha incorporado un factor de volatilidad y de interrupción de dicha recuperación. En todo caso, se mantiene la percepción de un déficit entre la rentabilidad sobre el capital (ROE) y el coste que el mercado imputa a dicho capital (COE), parámetro que no es directamente observable, y debe ser objeto de estimación. Las propias autoridades reguladoras (Autoridad Bancaria Europea) y supervisoras (Banco Central Europeo) realizan frecuentemente estimaciones y encuestas a los bancos europeos sobre su percepción de coste de capital. En este sentido, junto al análisis de las publicaciones más recientes, en este artículo se lleva a cabo una estimación del coste de capital, mediante el contraste entre la rentabilidad obtenida en 2021 y las valoraciones en mercado.

Recuperación de la valoración en mercado de la banca europea

La crisis geopolítica y el enfrentamiento bélico iniciado en las últimas semanas con la invasión de Ucrania por parte de Rusia ha supuesto un incremento en la incertidumbre y la volatilidad de los mercados que se ha traducido en importantes caídas en las valoraciones bursátiles de todos los sectores, siendo estas especialmente intensas en el sector bancario, dado su carácter procíclico.

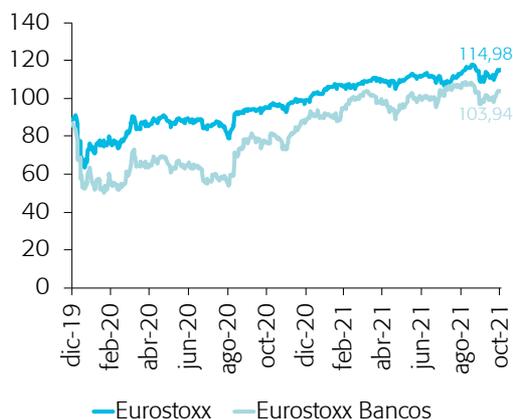
Este hecho ha supuesto un cambio drástico en la tendencia de las valoraciones de la banca en el último año y medio, la cual ha estado marcada por un claro movimiento alcista tras la intensa corrección sufrida en los meses de mayor impacto y de aplicación de medidas más restrictivas en el marco de la pandemia. En dicho contexto, el sector bancario, tanto en Europa como en España, fue el más castigado por los mercados, llegando a perder un 50 % de su valor, casi el doble que la pérdida registrada por el agregado del mercado. Sin embargo, la recuperación observada con posterioridad también

* Afi-Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Evolución del Eurostoxx y del Eurostoxx Bancos

(Base 100 en dic.-2019)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

ha sido mucho más intensa que en el resto de sectores, recuperando casi los niveles previos a la pandemia en el caso de la banca española, antes de la irrupción generada en esta tendencia por las tensiones geopolíticas de las últimas semanas (gráficos 1 y 2)

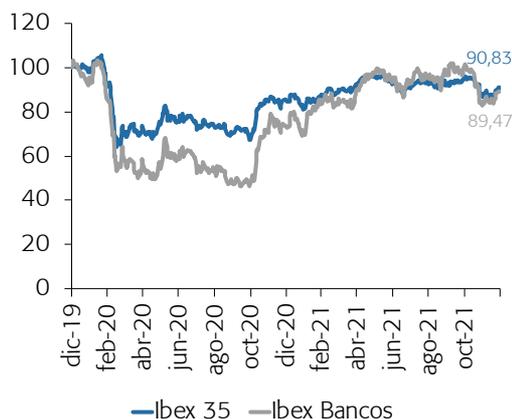
La recuperación observada en la valoración del sector bancario tras los momentos más duros de la pandemia ha sido mucho más intensa que en el resto de sectores (al igual que lo fueron las caídas), situándose casi en los niveles previos a la pandemia en el caso de la banca española, antes de la irrupción generada en esta tendencia por las tensiones geopolíticas de las últimas semanas.

Estos movimientos tan intensos en términos de valoración bursátil del sector, tanto en correcciones al alza como a la baja, ponen claramente de manifiesto el señalado carácter procíclico o de mayor riesgo que tiene el sector bancario, el cual muestra un coeficiente "beta" claramente superior a la unidad.

Gráfico 2

Evolución del Ibex 35 y del Ibex Bancos

(Base 100 en dic.-2019)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

Factores explicativos del incremento en la valoración

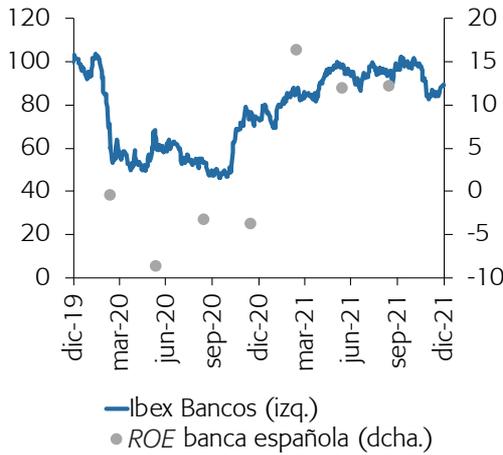
Profundizando en los elementos que podrían explicar el movimiento de recuperación de la valoración del sector bancario tras los meses más duros de la pandemia, cabe mencionar principalmente dos factores explicativos, uno de ellos ligado a la evolución del sector durante el último ejercicio, y otro, de anticipación de un escenario más favorable para el negocio bancario en su actividad minorista.

El primero de ellos estaría relacionado con la buena evolución que han registrado las cuentas de resultados del sector durante el ejercicio 2021, tras el importante esfuerzo de saneamientos llevado a cabo en 2020 (gráfico 3). Esa mejora en 2021 puede extenderse a los próximos años, en la medida en que los niveles de provisiones se han mantenido elevados con respecto al periodo prepandemia, lo que otorga cierta holgura para absorber incrementos de morosidad con cargo a esas intensas provisiones efectuadas.

Esta mejora de rentabilidad ha sido generalizada en toda la banca europea, pero más intensa si cabe en el caso de la banca española como se

Gráfico 3

Evolución del Ibex Bancos y ROE de la banca española
(Base 100 en dic.-2019)



Fuentes: Afi a partir de Bloomberg, EBA (2022b).

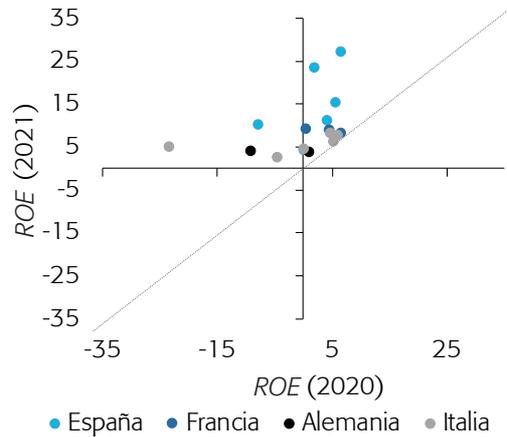
puede observar en el gráfico 4. En él se aprecia el importante salto en términos de rentabilidad que ha tenido lugar entre los dos últimos ejercicios en una amplia muestra de entidades europeas y españolas, situándose todas ellas por encima de la diagonal. Esta diferencia entre el ROE de 2021 frente a 2020 resulta especialmente destacable en el caso de las entidades españolas, ya que los saneamientos realizados durante 2020 fueron mucho más intensos y, adicionalmente, se han registrado beneficios de carácter extraordinario en el 2021 que han reforzado las cuentas de resultados.

Al efecto positivo generado por la recuperación de la rentabilidad, se ha sumado la anticipación de la normalización de los tipos de interés, tras más de un lustro en terreno negativo, como factor determinante en la racha alcista de las valoraciones de los bancos.

En cualquier caso, dentro de esta tendencia generalizada de mejora en la rentabilidad del sector, cabe resaltar la elevada heterogeneidad que se mantiene entre las diferentes entidades, lo cual es un elemento que sin duda es tenido en cuenta

Gráfico 4

Evolución del ROE de la banca europea
(En porcentaje)



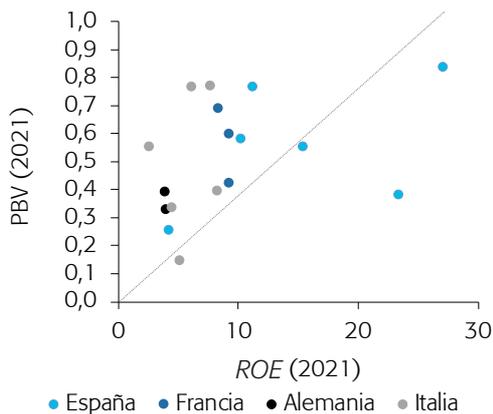
Fuente: Afi a partir de SNL.

por el mercado a la hora de valorar a unas y otras. Este hecho se pone de manifiesto en los gráficos 5 y 6, que muestran la relación existente entre la valoración relativa de cada banco (medida por la ratio *price to book*) y su rentabilidad sobre los fondos propios (medida por la ratio *ROE*).

Como se puede apreciar, existe una clara relación positiva entre ambas variables, de tal manera que el mercado valora en mayor medida a aquellos bancos que generan, y que estiman van a generar, una mayor rentabilidad sobre su capital. Además, esta relación positiva es más nítida si cabe y con mayor poder explicativo, como puede apreciarse en el gráfico 6, si se depura la rentabilidad de aquellos resultados de carácter extraordinario que, en el caso de algunos bancos (especialmente, en los inmersos en procesos de integración y otras operaciones corporativas), registraron en el ejercicio 2021, con un impacto significativo en las cuentas de resultados que distorsiona la visión más recurrente del *ROE*.

Más allá de la capitalización de los buenos resultados obtenidos en el último ejercicio, cabe mencionar un factor adicional que ha marcado la buena evolución del sector bancario en términos de valoración. Se trata de la anticipación de la normalización de los tipos de interés, tras más de un lustro

Gráfico 5

Relación price to book – ROE 2021

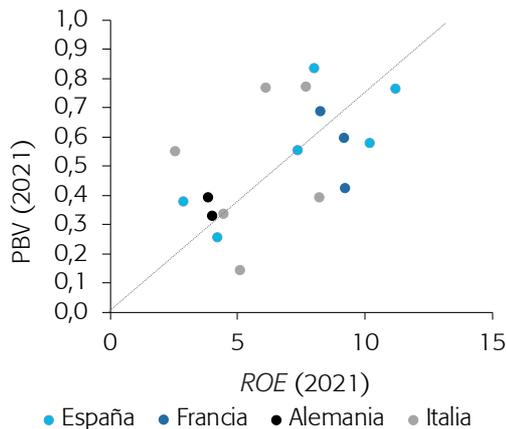
Fuente: Afi a partir de SNL.

en terreno negativo, que ha generado un impulso adicional al alza sobre las valoraciones de los bancos, dado el impacto positivo que esta recuperación de los tipos tendría en los márgenes bancarios y, por tanto, en la rentabilidad del sector.

Esta expectativa de repunte de los tipos relevantes para el negocio bancario, implícita en las curvas de tipos, cobraba especial relevancia en los meses finales de 2021, con claras señales por parte de la Reserva Federal estadounidense (Fed) de su disposición a elevar los tipos de forma rápida ya durante el año 2022. En el caso del Banco Central Europeo (BCE), a pesar de que inicialmente se mostraba más reticente a dicha posibilidad de revisar al alza los tipos, comenzó a emitir señales en la misma dirección en los primeros meses del año, aun reconociendo que la intensidad y naturaleza del repunte inflacionista en Europa es diferente del estadounidense, por lo que cabe esperar que la subida de tipos sea algo más tardía y previsiblemente menos intensa en el caso europeo.

En cualquier caso, este cambio de expectativas sobre la recuperación de los tipos supuso una palanca adicional en la recuperación de las valoraciones bursátiles del sector bancario. Como se pone de manifiesto en el gráfico 7, históricamente ha existido una elevada correlación positiva entre el tipo de

Gráfico 6

Relación price to book – ROE 2021 (sin extraordinarios)

Fuente: Afi a partir de SNL.

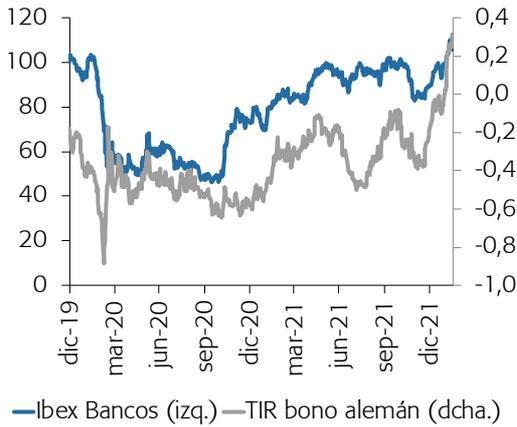
interés a largo plazo libre de riesgo (representado, en el caso europeo, por la TIR del bono alemán) y la valoración bursátil de los bancos. Sin embargo, como se puede deducir del análisis de la evolución más reciente (gráfico 8), el protagonismo que adquirió la posibilidad de un ajuste al alza de los tipos en la eurozona más rápido e inminente en el tiempo y el impacto que este ha tenido en la evolución reciente de los tipos de interés a corto plazo hasta mediados del mes de febrero, intensificó la correlación entre la valoración del sector y el euríbor a 12 meses en la medida en que, sin duda, este movimiento sería altamente beneficioso para la banca europea, especialmente, para aquellas entidades con mayor sensibilidad de sus activos a movimientos en los tipos de interés.

Estimaciones del coste de capital en la banca europea

Sin menoscabo de la importante revalorización que ha experimentado la banca europea en el último año y medio, la mayoría de las entidades continúan cotizando por debajo de su valor en libros, lo cual pone de manifiesto que una amplia muestra de estos bancos no estaría generando la rentabilidad requerida por los inversores (coste de capital). En este sentido, el supervisor europeo viene mostrando

Gráfico 7

Evolución del Ibex Bancos (base 100 dic. 2019) y TIR bono alemán a 10 años



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

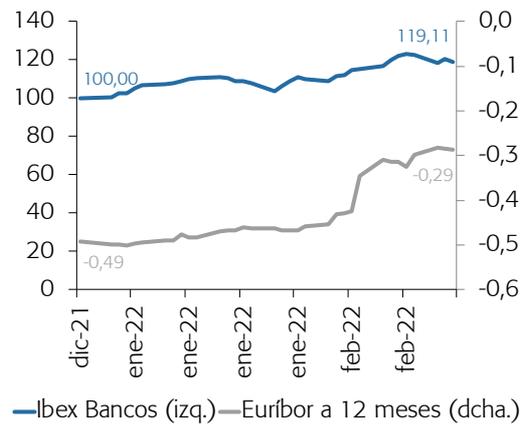
desde hace varios años su preocupación por la baja rentabilidad de la banca y, sobre todo, por la reducida valoración de la misma en el mercado, en tanto en cuanto ello dificulta la emisión de acciones como mecanismo de fortalecimiento del capital.

El gap que existe entre el coste de capital estimado y el ROE de los últimos años en la banca europea pone de manifiesto que la rentabilidad requerida por los accionistas se ha situado sistemáticamente y de manera significativa por encima de la rentabilidad generada por el sector, justificando este hecho la caída registrada en las ratios price to book de la banca europea desde la crisis financiera, la cual cotiza de manera generalizada en niveles inferiores a la unidad.

En la medida en que el coste del capital es una variable no observable, es necesario recurrir a estimaciones de dicha métrica como las publicadas de manera recurrente por el BCE. Como se puede apreciar en el gráfico 9, de acuerdo con sus estimaciones para cierre de 2019, existe una gran heterogeneidad en el coste de capital entre los bancos, situándose en un rango entre el 8 % en el percentil 10 y un 12 %

Gráfico 8

Evolución del Ibex Bancos (base 100 dic. 2019) y euríbor a 12 meses



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

para el percentil 90. Adicionalmente, estas estimaciones ponen de manifiesto el tensionamiento generado por la pandemia en términos de coste de capital de las entidades. Dicho repunte se habría comenzado a registrar en el mes de febrero de 2020 con las correcciones tan significativas que tuvieron lugar en los mercados financieros a raíz de la expansión de la COVID-19 y habría continuado esta tendencia alcista durante los meses más duros y de mayor incertidumbre de la pandemia (gráfico 10).

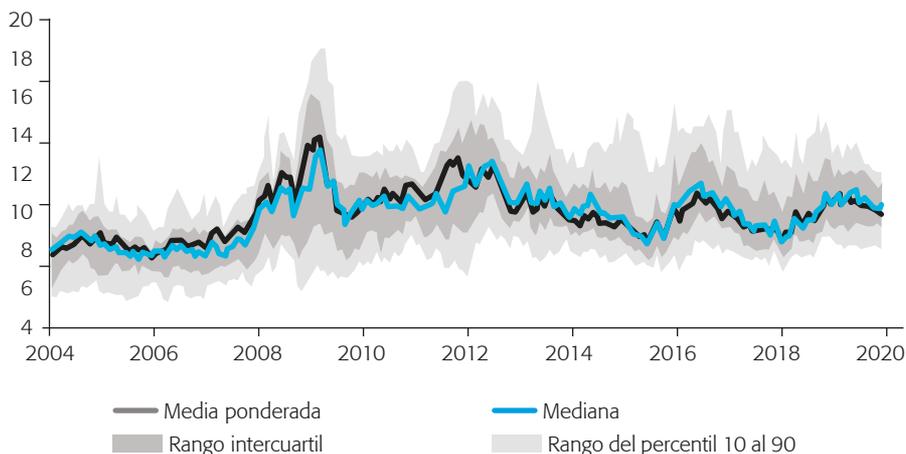
Partiendo de dichas estimaciones, el gap que existe entre el COE estimado y el ROE de los últimos años en la banca europea (gráfico 11) pone de manifiesto que la rentabilidad requerida por los accionistas (coste de capital) se ha situado sistemáticamente y de manera significativa por encima de la rentabilidad generada por el sector, justificando este hecho la caída registrada en las ratios price to book de la banca europea desde la crisis financiera, la cual cotiza de manera generalizada en niveles inferiores a 1x.

En esta línea, el regulador bancario europeo, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), publica recurrentemente la estimación de dicho coste de capital, así como de la rentabilidad sobre los fondos propios de acuerdo con las

Gráfico 9

Coste del capital estimado para la banca europea

(En porcentaje)



Fuente. BCE (2021).

estimaciones realizadas y/o la percepción de una amplia muestra de bancos europeos.

De acuerdo con la última publicación realizada por la EBA del *Risk Assessment Questionnaire* (RAQ) de otoño de 2021 (EBA, 2021), una amplia muestra de las entidades bancarias encuestadas (en torno al 40 %), estiman que su *ROE* sostenible para operar

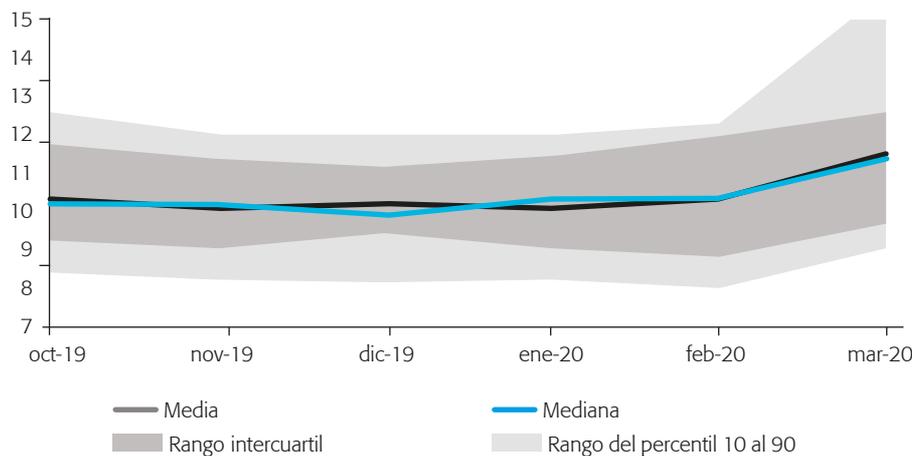
en el largo plazo se situaría entre el 8-10 %, mientras que aproximadamente el 25 % estima que dicha rentabilidad sería algo más elevada y se situaría entre el 10-12 %.

En línea con estas cifras, las estimaciones del coste del capital que ponen de manifiesto las entidades en dicha encuesta señalan que una amplia

Gráfico 10

Coste del capital estimado de la banca europea en el contexto de la COVID-19

(En porcentaje)

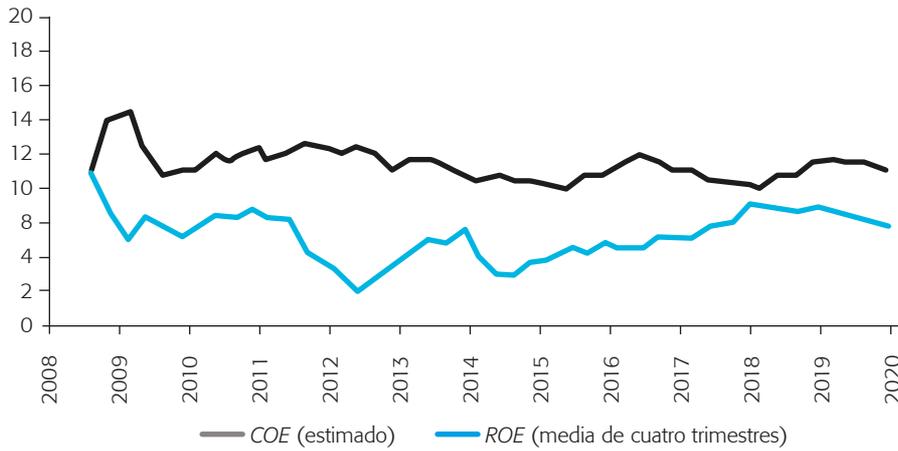


Fuente. BCE (2021).

Gráfico 11

Coste del capital y ROE de la banca europea

(En porcentaje)



Fuente: BCE (2021).

mayoría (de nuevo, en torno al 40 %) sitúa el COE en niveles comprendidos entre el 8-10 %.

Como complemento a dichas estimaciones publicadas por el BCE y la EBA, cabe reflexionar sobre el coste de capital implícito en la valoración que hace el mercado del mismo en términos de *price to book*, la cual se mantiene en niveles

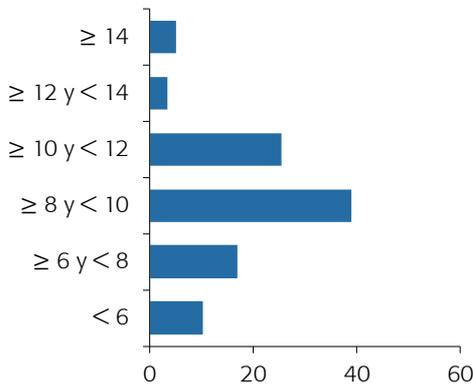
inferiores a la unidad a pesar de la recuperación en bolsa que ha experimentado el sector durante los meses de mejora de las expectativas económicas.

En este sentido, tomando como hipótesis que el ROE generado por la banca europea en 2021 (sin considerar los efectos extraordinarios) es sostenible a velocidad de crucero, dichos niveles de

Gráfico 12

ROE estimado por la banca europea para operar en el largo plazo

(En porcentaje)

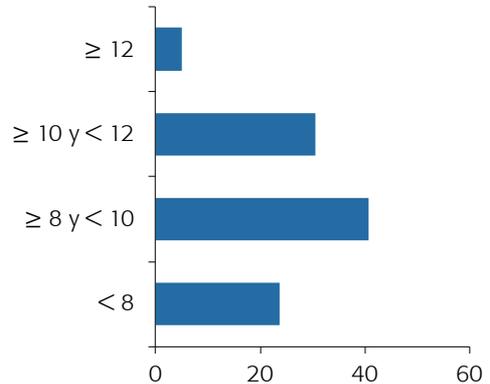


Fuente: Afi a partir de EBA (2022a).

Gráfico 13

Coste del capital estimado por la banca europea

(En porcentaje)



Fuente: Afi a partir de EBA (2022a).

rentabilidad, junto con la valoración actual en términos de *price to book*, permite derivar un coste de capital implícito para el conjunto de la banca europea que estaría ubicado en el entorno del 13-14 %, aunque, coincidiendo con las conclusiones del BCE, con una elevada heterogeneidad entre entidades. Esta estimación se encontraría en la parte alta del rango estimado por el BCE, así como por encima de las estimaciones realizadas por los principales bancos europeos en el último *RAQ* publicado por la EBA para el coste que exigiría el mercado a dichas entidades.

Entre las explicaciones que se pueden esconder tras este gap tan significativo entre el coste del capital implícito y la rentabilidad sobre los fondos propios, cabe mencionar, al menos, dos alternativas. Por un lado, dicho gap podría estar relacionado con la percepción por parte de los inversores de que los niveles de *ROE* generados por el sector en 2021 (incluso sin extraordinarios) no son sostenibles en el tiempo, reflejándose esto en una valoración inferior a la unidad en términos de *price to book*. En contraste, como alternativa algo más optimista, otra posible explicación de dicho gap podría ser que estos niveles de rentabilidad sí sean efectivamente sostenibles en el tiempo, existiendo, por tanto, un potencial de revalorización de la banca europea importante, tomando como referencia un coste del capital que se situaría en el entorno del 10 % de acuerdo con las estimaciones realizadas por un porcentaje elevado de la banca europea.

Conclusión

El sector bancario, en línea con su carácter procíclico, fue uno de los sectores más castigados durante los peores meses de la pandemia, pero de

forma simétrica registraría luego una recuperación mucho más intensa, hasta verse truncada por el conflicto bélico en Ucrania. Ese intenso movimiento alcista post-pandemia habría estado explicado principalmente por la mejora de la rentabilidad del sector durante 2021, así como por la anticipación de las expectativas de subidas de tipos, que darían fin a la anomalía de tipos negativos en las referencias más relevantes para el negocio minorista (euribor, sobre todo).

A pesar de ello, el sector bancario sigue operando con unos niveles de *price to book* inferiores a la unidad, que estarían poniendo de manifiesto el *gap* que existe entre coste de capital demandado por los inversores y la rentabilidad que genera el sector, lo cual podría esconder un potencial de revalorización de la banca asumiendo la sostenibilidad en el tiempo del *ROE* generado en 2021. En todo caso, los últimos acotencimientos registrados en el marco geopolítico dificultan este escenario de mantenimiento de la racha alcista del sector en bolsa, especialmente, al arrojar dudas sobre las decisiones de los bancos centrales en términos de normalización de los tipos de interés, variable que como se ha puesto de manifiesto ha marcado en gran medida la recuperación bursátil de los últimos meses.

Referencias

- BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE (2021). Measuring the cost of equity of euro *área* Banks. *ECB Occasional Paper series*, nº 254, January.
- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA, EBA (2022a). *Risk Assessment Questionnaire- Summary of results, autumn 2021*, enero.
- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA, EBA (2022b). *Risk Dashboard, Q3 2021*, enero.

Corporate venturing, una forma de innovación para las empresas

Ignacio Astorqui, Isabel Gaya e Íñigo Morón*

El *corporate venturing* se entiende como la actividad inversora realizada por compañías asentadas, que se centra en empresas emergentes o *start-ups* con un gran componente tecnológico o disruptivo. No obstante, el *corporate venturing* trasciende a la mera financiación, pues se trata en realidad de una fórmula de innovación que implementa criterios financieros y estratégicos. La manera en la que convergen ambos principios se basa en la búsqueda de rentabilidades, inherente a cualquier inversión, en un contexto de exploración de nuevas tecnologías y modelos de negocio, captación de talento y capacidad de innovación. En suma, no solo se promueve la expansión de múltiples o la obtención de retornos a partir de operaciones de fusión o adquisición (*M&A*), como bien podría hacer un fondo de *private equity* o *venture capital*, sino que se persigue la adquisición de conocimiento y *know-how*, así como la colaboración entre agentes. Es, en definitiva, una nueva forma de acceder a la innovación.

Vivimos un período de transición tecnológica sin precedentes, imbuido de cambios tan relevantes como la creciente digitalización, la *blockchain*, el *machine learning*, la inteligencia artificial, etc., algunos de ellos impulsados en mayor medida por la aparición de la COVID-19. El avance tecnológico prevalece en todos los sectores de la actividad económica y hace necesaria la implementación de un constante desarrollo innovador en los mercados. En un marco semejante, el surgimiento de oportunidades de muy diversa índole parece indisoluble. En este sentido, el paisaje que se dibuja ante las figuras del emprendedor o del inversor es versátil y

dinámico, y exige de habilidades como la flexibilidad o la adaptabilidad.

En este contexto, las empresas se ven obligadas a buscar nuevas estrategias con las que hacer frente a las constantes exigencias de la actividad económica, entre las que ocupa un lugar destacado la alta competitividad que impera en muchos los sectores. Además, el progreso social de nuestros días y las exigencias relativas al mismo dotan de mayor importancia al *corporate venturing*, al tratarse de un modelo que apoya el emprendimiento y promueve iniciativas novedosas. Esta y otras cuestiones empujan a compañías asentadas a escrutar el espectro en toda

* Afi-Analistas Financieros Internacionales, S.A.

su amplitud, e incorporar nuevas formas de innovación que permitan batir rentabilidades y adecuarse a las circunstancias imperantes.

En respuesta a esta convulsa tesitura y a la necesaria implementación de procesos innovadores, las compañías encuentran dos rutas posibles en el proceso de crecimiento: a través del desarrollo interno o mediante el desarrollo externo (gráfico 1).

El desarrollo interno de I+D implica el tratamiento de la innovación a través de las capacidades internas de la compañía, con un control total de la misma sobre todos los proyectos. Como contra, destacan las dificultades que la empresa podría encontrar a la hora de afrontar cambios disruptivos y estructurales, dado que se suele tratar de estructuras más estáticas o asentadas. Este tipo de innovación requiere de la aplicación de recursos internos de forma exclusiva, así como del establecimiento de equipos específicos para acometer las labores de investigación y desarrollo. Tanto los recursos como los equipos implicados en los procesos de I+D pertenecerán a la empresa, sin acontecer injerencias externas en ningún momento.

Por su parte, el desarrollo externo se puede abordar a través de tres principales aproximaciones:

- Las incubadoras. Se trata de plataformas en el seno de la empresa cuyo objetivo es el impulso de nuevas empresas con ideas innovadoras (generalmente semillas) mediante la formación, la asesoría, el acceso a financiación y redes de contactos, así como la exposición en medios para mejorar su posicionamiento, sin llevar a cabo entradas en el capital de forma generalizada, aunque cabe la posibilidad de que se den. No se trata de brazos externos a la empresa, sino de plataformas internas activadas por el *corporate* con el fin de mantener un contacto cercano con las empresas participantes en el proyecto. Se permite el acceso de las *start-ups* a las redes logísticas, tecnológicas y de conocimiento de la entidad incubadora, las cuales se benefician de la innovación que aportan las entidades impulsadas.

- Proceso de fusiones y adquisiciones (*M&A*). Consiste en la compra de una participación en una empresa innovadora con carácter estable y duradero. En caso de que la participación adquirida sea mayoritaria, la compañía gozará de un control significativo y un papel activo en el gobierno corporativo, así como de impacto en las decisiones estratégicas. No es desdeñable tampoco la potencial agregación de negocios probados y capacidades en tiempo reducido, característica diferencial en comparación con el tiempo requerido para crear propuestas de desarrollo interno desde cero. No obstante, la inversión en *M&A* requiere de una evaluación más exhaustiva del universo de inversión, al llevarse a cabo un número reducido de operaciones, en comparación con las inversiones en *corporate venturing*, lo que implica una mayor asunción de riesgos.

- *Corporate Venture Capital (CVC)*. Como ha quedado definido previamente, los *CVC* representan el brazo inversor de una compañía, que centra su actividad de inversión en *start-ups*, las cuales ceden parte de su capital a cambio de financiación. No obstante, la clave de esta actividad no queda reducida a la transacción de financiación por participación en el capital, sino que reside en las sinergias que pueden surgir de la colaboración entre ambas partes.

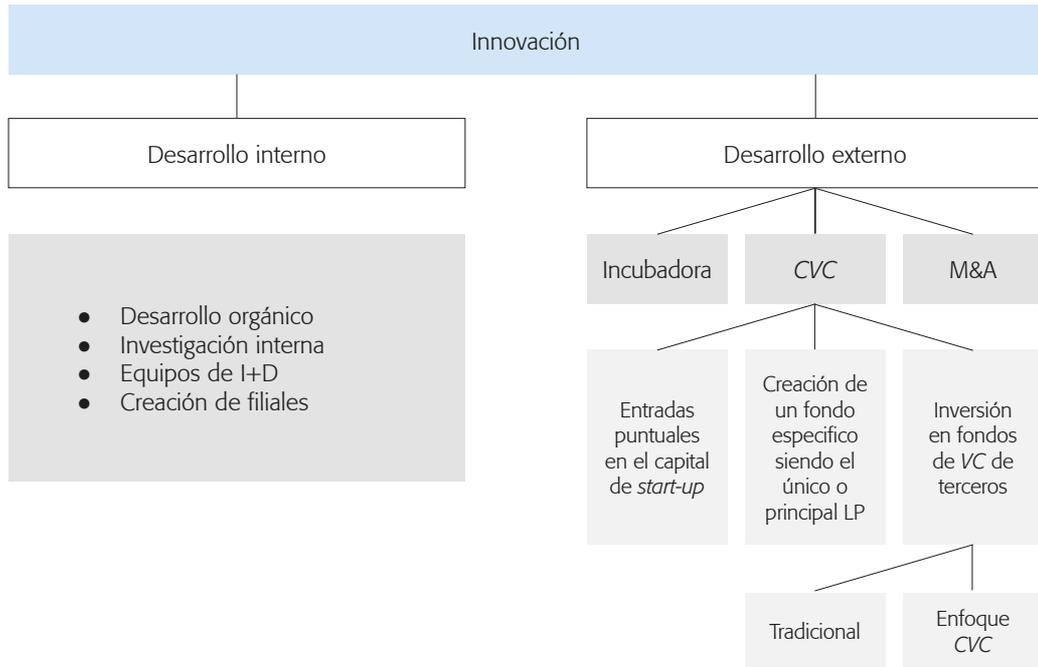
Corporate Venture Capital como nueva forma de acceder a la innovación

En términos operativos, las inversiones de *corporate venturing* pueden llevarse a cabo mediante vías tales como:

- Entradas puntuales en *start-ups* a través de la inversión directa en el capital, con una participación que suele ser minoritaria, aunque cabe la adquisición de una mayoritaria. Las inversiones se llevan a cabo de forma esporádica, sin un verdadero programa de *corporate venturing* en el que queden preestablecidos los criterios de inversión

Gráfico 1

Formas de innovación empresarial



Fuente: Afi.

- La utilización de un fondo específico constituido *ad-hoc* en el que nuevamente la participación y el control obtenido serán variables. Esta vía destaca por la sistematización de las inversiones y la existencia de un programa de participación en *start-ups* en cuyas bases se asentará la actividad del *corporate*. Cabe destacar que, cuando se habla de la creación de un vehículo específico a través del cual realizar las inversiones de capital riesgo, este suele representar una entidad jurídica ajena (salvo en términos de propiedad) a la compañía inversora, con su propio organigrama y jerarquía, similar a la estructuración de un fondo de inversión, con la definición de su propia política de inversión (capital comprometido, plazos, *tickets*, sectores, geografías en las que invertir, etc.)
- Mediante la inversión en fondos de *venture capital* de terceros dedicados a *start-ups* con alto potencial de crecimiento. Habitualmente

se seleccionan fondos con un foco sectorial similar al de la compañía.

En los dos primeros supuestos, conocidos como *corporate venturing* directo, las ventajas compartidas incluyen ulteriores retornos financieros y estratégicos, acceso a tecnologías y productos disruptivos difíciles de generar internamente, el acceso directo a la gestión diaria de la actividad y la información interna de la empresa, la involucración puntual en la toma de decisiones, así como la cabida para coinversores que aporten capital y apoyo estratégico (mayor en el caso de la creación de un fondo específico). Entre los inconvenientes que pueden presentarse, sobresalen la falta de diversificación (aunque mayor que en el *M&A*) o la mayor necesidad de recursos para generar retornos. De hecho, es habitual la constitución de equipos específicos para la actividad del *corporate venturing*.

Con respecto a la inversión en fondos de capital riesgo de terceros, se atiende a una capacidad de

diversificación superior al de las precedentes alternativas y una maximización del valor de la cartera y de la tasa interna de retorno de las inversiones. Y es que, en esta aproximación, las operaciones tienden a efectuarse de forma más ágil y mecánica, eso sí, en detrimento de un mayor contacto con las participadas por parte del inversor (el *corporate*) y una gestión exclusivamente dedicada a la obtención de retornos financieros. Esto es debido a que el gestor tiene un único mandato, que es el de maximizar la rentabilidad, desvirtuando en cierta medida una de las mayores cualidades del *corporate venturing*: el acceso a la innovación. Pese a ello, el *corporate* puede, en función de la transparencia y acceso al equipo gestor, tener información detallada sobre las participadas y aprovechar dicho conocimiento desde un punto de vista estratégico. Adicionalmente, es posible que el fondo ofrezca derechos prioritarios de coinversión a sus propios inversores.

Las estrategias de corporate venturing son una vía de exploración de nuevas tecnologías y modelos de negocio, y un mecanismo de captación de talento y capacidad de innovación. Implican un acceso a nuevos productos, servicios o técnicas, con alto grado innovador, que pueden terminar siendo incorporados al modelo de negocio de la entidad inversora.

De aquí en adelante, el discurso se centrará en las dos primeras opciones de *corporate venturing* planteadas, es decir, las entradas puntuales en *start-ups* y la creación de un fondo para invertir en las mismas, que son las aproximaciones más puras de *corporate venturing*.

Como ya se ha mencionado, las citadas estrategias no persiguen un fin puramente financiero, sino más bien estratégico, como vía de exploración de nuevas tecnologías y modelos de negocio, y mecanismo de captación de talento y capacidad de innovación. Implican un acceso a nuevos productos, servicios o técnicas, con alto grado innovador, que pueden terminar siendo incorporados al modelo de negocio de la entidad inversora. Afectan, además, positivamente a

la imagen de marca del *corporate*, al exhibir su implicación con el apoyo al emprendimiento (circunscrito a su sector), que puedan poner en valor.

Para los emprendedores, el *corporate venturing* les proporciona, en primer lugar, fondos para financiar su desarrollo. No obstante, su beneficio trasciende al ámbito financiero. Las compañías inversoras apoyan su evolución ayudándoles en su desarrollo empresarial, en la apertura de oportunidades comerciales, en la transferencia de experiencia y conocimientos, en la implantación de estrategias de *marketing*, en la asociación de marca o en la profesionalización de la gestión. Todo ello es clave en las primeras etapas de desarrollo de una compañía y su importancia es, si cabe, mayor que el propio capital aportado.

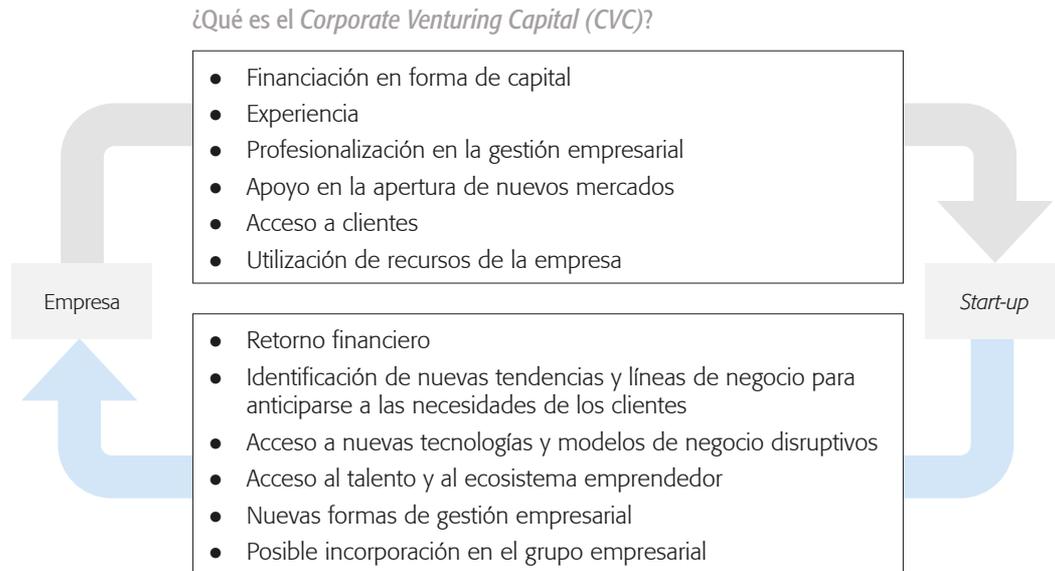
Colaboración y sinergias entre corporates y start-ups

De acuerdo con el planteamiento expuesto, el mecanismo de inversión e innovación del *corporate venturing* permite el surgimiento de sinergias estratégicas. Las sinergias que resulta posible adquirir en términos de innovación y conocimiento merecen una consideración particular.

Del lado del *corporate*, más allá del retorno financiero, pueden advertirse beneficios tales como los siguientes (gráfico 2):

- Identificación de nuevas tendencias y líneas de negocio para anticiparse a las necesidades de los clientes. El contacto directo con *start-ups* aporta una nueva perspectiva a las *corporates*, dotándoles de visibilidad sobre cuáles son las nuevas tendencias en mercados y cómo satisfacer las nuevas necesidades de sus clientes.
- Acceso a tecnologías y modelos de negocio disruptivos. Las empresas con cultura establecida y trayectoria tienden a quedarse ancladas en un cierto inmovilismo corporativo, que puede renovarse a través del contacto con empresas más emergentes. De otro lado, la inclusión de las tecnologías adquiridas a través del *corporate*

Gráfico 2

Relación *corporate-start-up*

Fuente: Afi.

venturing en los procesos productivos de las empresas permite un acceso a la innovación que, en ocasiones, puede resultar inalcanzable mediante la sola inversión en I+D.

- Acceso al talento y al ecosistema emprendedor. A diferencia de lo que pudiera parecer, el talento externo que aporta la empresa emergente no pretende sustituir o desmerecer el interno de la *corporate*, sino que se busca el concurso entre ambos y la aproximación conjunta de los desafíos que se presenten.
- Nuevas formas de gestión empresarial. La manera en la que *start-ups* y *corporates* comprenden la cultura empresarial tiende a divergir, y el *corporate venturing* da lugar a una confluencia de mentalidades que aporta riqueza a la cooperación entre ambas. Del mismo modo que la empresa inversora aporta experiencia y *know-how* a la gestión de la invertida —cuestión de la que hablaremos en adelante—, esta última puede contribuir con una mentalidad más fresca y creativa en los procesos de toma de decisiones.

- Posible incorporación en el grupo empresarial. En el eventual supuesto de que las sinergias sean significativas para ambas partes, y de que se advierta la colaboración entre las mismas como potencialmente duradera, cabe la posibilidad de valorar la incorporación de la empresa emergente al grupo empresarial. Este hecho no solo comporta una clara ventaja en términos financieros frente a la inversión en I+D, sino que representa la culminación exitosa de un procedimiento de colaboración y crecimiento conjunto.

En segunda instancia, las ventajas frente a otros modelos de financiación para la *start-up* son, entre otras, las que siguen:

- Experiencia. Las costumbres y capacidades adquiridas por la *corporate* en su trayectoria empresarial (que, en ocasiones, es especialmente longeva) son inmediatamente trasladadas en concepto de información, *know-how* y apoyo a la *start-up*, ofreciendo de este modo una valiosa asistencia a su actividad.

- Profesionalización en la gestión empresarial. Al igual que la empresa emergente puede aportar una cierta renovación a la forma de gestión de procesos, la entidad inversora dispone generalmente de un sólido recorrido y un estilo bien asentado de administración. Ambos distintivos son puestos a disposición de la invertida para hacer uso de estos en la medida en que se considere oportuno.
- Utilización de los recursos de la empresa. Los activos del *corporate* quedan a disposición de la *start-up*, pudiendo estas hacer uso de los equipos, recursos y, en definitiva, capacidad financiera de la empresa. Determinados trámites y costes en los que ha de incurrir la empresa emergente son, en ocasiones, demasiado elevados, y se recurrirá al CVC para apoyarse financieramente ante estas necesidades.
- Apoyo en la apertura de nuevos mercados. Más allá de la utilización concreta que pueda darse a los fondos levantados en la ronda de inversión, que suelen acarrear destinos tales como la expansión a otros mercados, la propia actividad de la empresa inversora suele incorporar la diversificación en variados sectores e incluso geografías, representando la asociación entre ambas una inherente entrada a los mismos para la *start-up*.
- Acceso a clientes. Las empresas invertidas contarán con una nueva red de contactos una vez entren en colaboración con la inversora.

El panorama del *Corporate Venture Capital* en el mundo. Origen y situación actual

Pese a que los orígenes de este modelo de innovación son difíciles de determinar, existen ejemplos de CVC que datan de principios del siglo XX, tal y como podría ser la adquisición de la (en su momento) *start-up* General Motors por la compañía DuPont. Cien años después de esta efeméride, el *corporate venturing* continúa creciendo con fuerza.

En España, el acumulado de rondas de inversión en start-ups del año 2021 sumó 385 operaciones, es decir, 78 operaciones públicas más que en el año 2020. Respecto al volumen de inversión nacional, 2021 logra una cifra récord que alcanza ya el importe de 4.210 millones de euros, por encima de la suma de los tres años anteriores.

Actualmente, el *corporate venturing* vive su momento más boyante, gozando de especial atención en los medios de comunicación. De acuerdo con JCR (2020), entre 2015 y 2019 el número de publicaciones sobre CVC se ha incrementado en un 18 %, habiendo sido mencionado el tema una media de 3,1 veces más en medios, y disfrutando de cobertura en conferencias como el *Mobile World Congress*.

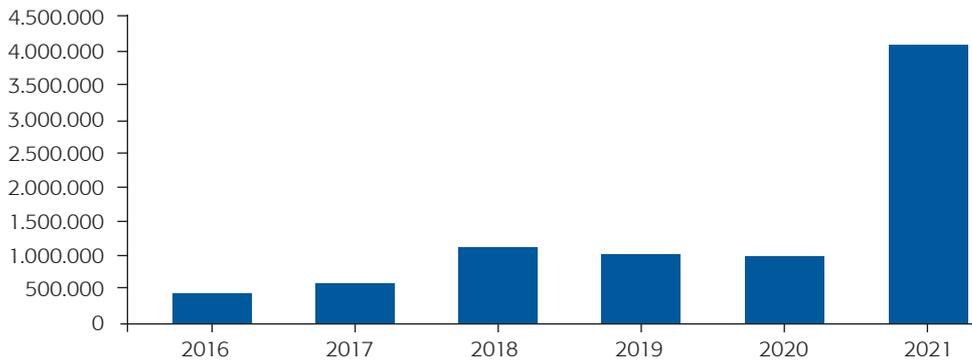
De acuerdo con *CB Insights* (2020), pese al impacto de la COVID-19 a nivel mundial, el volumen de inversión en *corporate venturing* se incrementó en un 23 % en 2020 con respecto al año anterior, elevándose a 73.000 millones de dólares en financiación a nivel global. Esta positiva tendencia continúa actualmente, posicionándose 2021 como el año más prolífico en términos de volumen de fondos invertidos en *corporate venturing* (*CB Insights*, 2021). Tan solo en la primera mitad de año se capturaron 79.000 millones de dólares en operaciones de CVC, a través de aproximadamente 2.100 deals.

En España, de acuerdo con cifras aportadas por El Referente (2021), el acumulado de rondas de inversión en *start-ups* del año 2021 (datos reales hasta diciembre) ha alcanzado las 385 operaciones, es decir, 78 operaciones públicas más que en el año 2020, que cerró con 307 operaciones. Respecto al volumen de inversión nacional, 2021 logra una cifra récord que alcanza ya el importe de 4.210 millones de euros. La relevancia de esta cifra estriba en el hecho de que el año 2021, individualmente considerado, ha logrado aunar mayor volumen de inversión que el acumulado de los tres años anteriores, que apenas superaba los 3.000 millones de euros.

Gráfico 3

Volumen de inversión en *start-ups* en España, 2016-2021

(Miles de euros)



Fuente: Afi a partir de datos de El Referente (2021).

La traducción de todas estas métricas en el mundo empresarial se expresa mediante la constitución de brazos inversores en diversos tipos de compañías, asistiendo estos a un crecimiento exponencial desde su nacimiento.

Algunos de los ejemplos más laureados en el ámbito internacional son Intel, Microsoft o Google. La primera de estas compañías fundó ya a inicios de los años 90 su división de *corporate venturing* Intel Capital (previamente *CBD*), siendo a día de hoy una de las más evolucionadas del mercado. En total, la división ha creado cuatro fondos de inversión, con un foco especial en compañías del sector tecnológico (telecomunicaciones e infraestructuras de *software*). El número de inversiones realizadas en los años de vida de la división llega casi a las 1.900, y las salidas ascienden a 570, estando valoradas en más de 150.000 millones de dólares.

Con respecto a Google, el gigante tecnológico creó en 2009 la división Google Ventures para invertir en sectores como venta minorista, ciencias de la salud, tecnologías de *software*, ciberseguridad, desarrolladores, análisis de datos, inteligencia artificial, robótica y computación cuántica. Actualmente, el vehículo cuenta con más de 300 compañías en su cartera y más de 8.000 millones de dólares en activos bajo gestión, habiendo acometido

48 salidas a bolsa y llevado a cabo más de 180 operaciones de *M&A*.

Por su parte, Microsoft creó en 2016 un fondo de inversión en *start-ups* conocido como M12 (previamente Microsoft Ventures). El vehículo invierte en empresas de reciente creación, dedicadas a industrias y sectores como la programación aplicada a los negocios, infraestructura en la nube, ciberseguridad, análisis de datos, inteligencia artificial, desarrolladores y ciencias de la salud. Desde su constitución, el fondo ha invertido en más de 100 *start-ups*, de entre las que destacan algunas como Aqua, WorkSpan, 1910 Genetics, o Acerta.

En un ámbito más europeo, destacan los programas de *corporate venture capital* de empresas como Siemens. La compañía tecnológica creó en 2016 su división de apoyo al emprendimiento Next47, con foco en *start-ups* relacionadas con la inteligencia artificial o la electrificación descentralizada. La financiación de este proyecto llega a los 1.000 millones de euros y cuenta con más de 35 *start-ups* en su cartera actualmente.

Por su parte, el mercado español no ha sido ajeno a este fenómeno y desde hace varios años grandes y medianas corporaciones han impulsado de forma significativa el *corporate venturing* en sectores diversos como automoción, energía,

economía circular, distribución, turismo, financiero o tecnológico.

Claros ejemplos de entidades financieras españolas con actividad en CVC son Santander y BBVA. La entidad cántabra lanzó su primer brazo inversor, Santander InnoVentures, en julio de 2014, con 100 millones de euros. En 2020 fue sustituido por un nuevo fondo, Mouro Capital (400 millones de euros), destinado a *start-ups* del sector *fintech* y sectores similares. Por su parte, BBVA, adicionalmente a su programa anual de innovación para emprendedores Open Talent, financia *start-ups fintech* a través de la gestora de capital riesgo norteamericana Propel Venture Partners. También se ha adentrado en el mercado chino de innovación en inteligencia artificial tras invertir 50 millones de dólares en Sinovation Fund IV (Sinovation Ventures). Este ejemplo representa un supuesto de inversión en fondos de capital riesgo de gestores profesionales, tercer caso expuesto en desarrollo externo.

Respecto a empresas no financieras, es destacable la actividad de Iberdrola o Telefónica. La primera, desde 2008 a través de su brazo inversor Perseo, centrada en la financiación de proyectos que aseguren la sostenibilidad del modelo energético, con un presupuesto total de 125 millones de euros; y la segunda, que gestiona desde 2006 todo un ecosistema CVC a través de Telefónica Open Future, centrada en *start-ups* en fase inicial; Telefónica Innovation Ventures, que invierte directamente en *start-ups* tecnológicas o a través de redes de los principales fondos de capital riesgo en los que TIV participa como socio; y Telefónica Tech Ventures, focalizada en inversión en *start-ups* de ciberseguridad.

Un nuevo ejemplo que podemos aportar de *corporate venturing* en el ámbito industrial español es Enagás. que a través de su división Emprende busca nuevos modelos de negocio acordes a su estrategia de diversificación y que incorporan tecnologías disruptivas en fase temprana. La inversión se subdivide en dos programas, *Open Innovation Projects*: de colaboración en la creación de proyectos con Centros Tecnológicos, universidades, proveedores e Instituciones Públicas; y *Ventures*: en el que

invierten en *start-ups* con una cartera de 14 invertidas y 8 incubadas hasta la fecha.

Aunque el panorama de CVC comentado solo incluye algunos ejemplos destacados de grandes *corporates* multinacionales, la actividad inversora no se limita a grandes compañías, sino que cada vez es más recurrente la implementación de un programa de *corporate venture capital* en empresas de tamaño medio. Mediante esta estrategia, las empresas medianas pretenden posicionarse en nichos de interés de su sector de actividad o de industrias adyacentes de interés para su estrategia de futuro. Destacan especialmente las sinergias y beneficios que pueden ser obtenidos por esta clase de empresas a través del *corporate venturing*, pues implica un ahorro de recursos con respecto a la inversión en I+D, así como una práctica más eficiente en el acceso a tecnología e innovación.

Conclusiones

La extenuante competencia que impera en los mercados de países avanzados ha derivado en la necesidad de las empresas de progresar en términos de innovación y valor añadido. Los esfuerzos de las compañías deben centrarse en aportar novedades al mercado, mejorando sus procesos productivos, su oferta de servicios y su estilo de gestión. En este contexto, el *corporate venturing* se presenta como una herramienta capaz de proveer de ambas cualidades, apoyando a su vez la iniciativa empresarial.

El *win-win* para los *corporates* y las *start-ups* es claro en una aproximación de *corporate venturing*, tratándose de un modelo que combina la innovación y la incorporación de tecnologías para las empresas, cuestiones ambas que se constituyen como piedras angulares sobre las que virará la actividad económica en los años sucesivos. Del lado de los emprendedores, representan ventajas evidentes el acceso al ecosistema empresarial y a las redes de gestión y de contactos, a las que se añaden la escalabilidad de sus proyectos, la transferencia de conocimientos y el crecimiento inherente al mecanismo.

En nuestra opinión, la actividad de *corporate venturing* se presenta como una clara vía para satisfacer las necesidades de innovación de las compañías. En este sentido, auguramos un buen futuro a este mecanismo de cooperación y desarrollo de las compañías, no solo como una forma de acercar a las empresas a tecnología de primera línea, sino también como un modelo de acceso a equipos y formas de gestión alternativas, en el que compañías de muy diversa madurez colaboren entre sí y se promocióne el emprendimiento y la creación de empresas.

Referencias

- BBVA OPEN TALENT (2021). Open talent platform metrics. <https://openinnovation.bbva.com/es/open-talent>
- CB INSIGHTS (2020). The 2020 Global CVC Report. <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2020/>
- CB INSIGHTS (2021). The 2021 Mid-Year Global CVC Report. <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-h1-2021/>
- EL REFERENTE (2021). <https://elreferente.es/inversiones/inversion-startups-anual/>
- ENAGAS EMPRENDE (2021). Enagas Emprnde portfolio and metrics. <https://emprende.enagas.es/>
- GV (2021). Google Ventures portfolio and metrics. <https://www.gv.com/>
- INTEL CAPITAL (2021). Intel Capital portfolio and metrics. <https://www.intelcapital.com/#stats>
- M12 (2021). M12 portfolio and metrics. <https://m12.vc/>
- MOURO CAPITAL (2021). Mouro Capital portfolio and metrics. <https://www.mourocapital.com/>
- NEXT47 (2021). Next47 portfolio and metrics. <https://next47.com/>
- SIOTA, J., ALUNNI, A., RIVEROS-CHACÓN, P., WILSON, M. y DINNETZ, M. K. (2020). *Corporate Venturing, Insights for European Leaders in Government, University and Industry*. Publications Office of the European Union.
- TELEFÓNICA (2021). Telefónica Innovation Ventures. <https://www.telefonica.com/es/compromiso/innovacion/telefonica-ventures/>

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	5,0	4,6	2,9	3,8	-2,2	10,3	12,4	11,9	4,6	0,3	
2022	4,2	2,5	1,1	7,5	8,8	6,2	8,7	7,4	3,6	0,5	
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	5,2	2,3	1,3	3,7	-2,8	10,3	15,8	11,1	3,6	1,7
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	2,0	-1,2	-0,4	4,9	2,3	7,4	6,5	3,5	1,0	1,1
	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	1.203	55,7	21,4	20,0	9,9	10,0	34,3	32,8	98,5	1,5	
2022	1.288	56,4	20,7	20,3	10,3	10,0	36,0	35,2	99,2	0,8	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

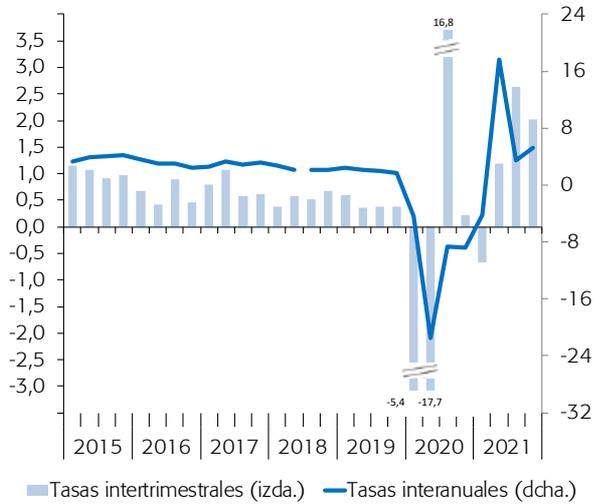


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

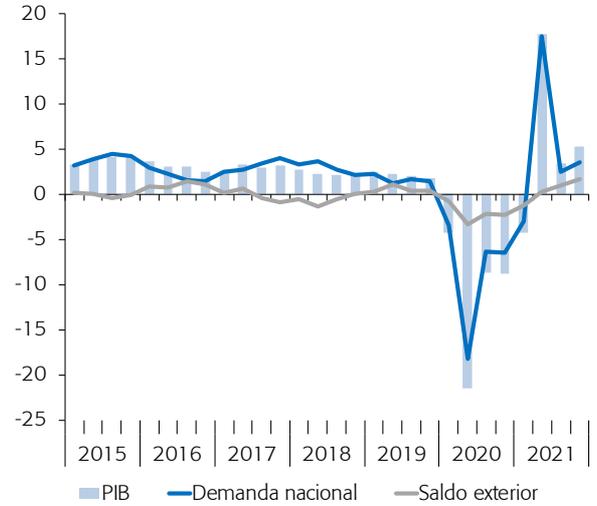


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

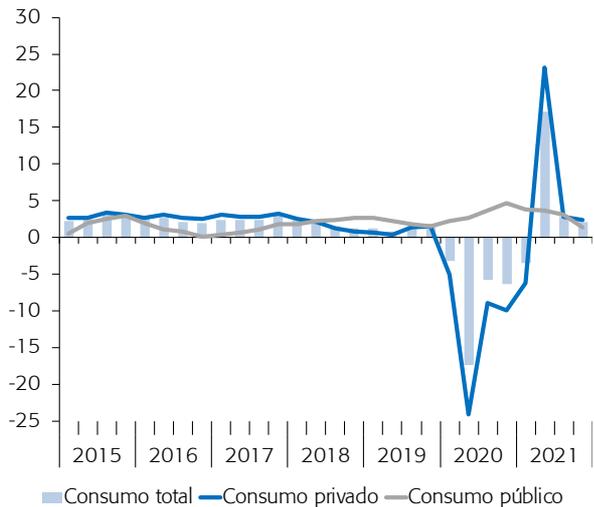
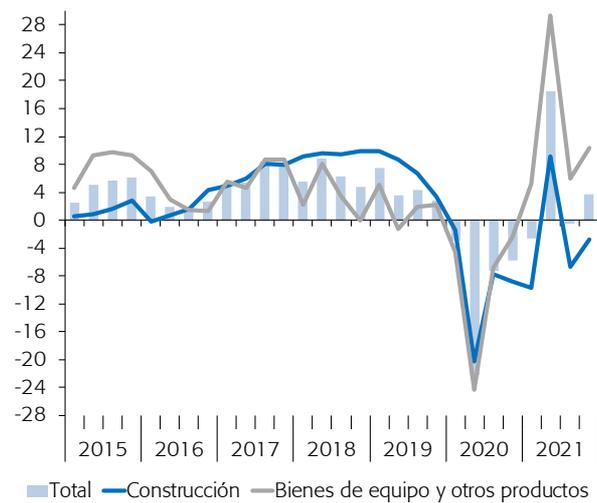


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



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	4,8	-5,5	5,3	6,0	-4,1	5,9	3,5	6,9	6,4	
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
	IV	5,3	-4,3	1,2	0,3	-5,0	7,5	2,2	9,5	4,9
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales										
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
	IV	2,1	9,0	2,0	0,9	1,6	1,8	1,1	2,1	1,5
	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	
2021	1.089	3,0	17,0	12,5	5,8	74,3	20,1	54,1	10,5	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector
Tasas de crecimiento interanuales

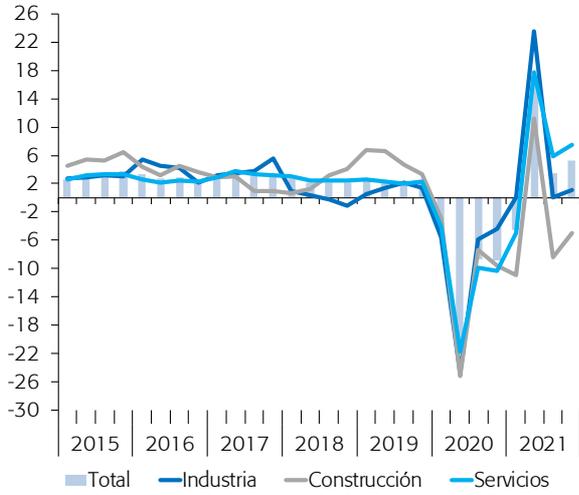


Gráfico 2.2.- VAB, industria
Tasas de crecimiento interanuales

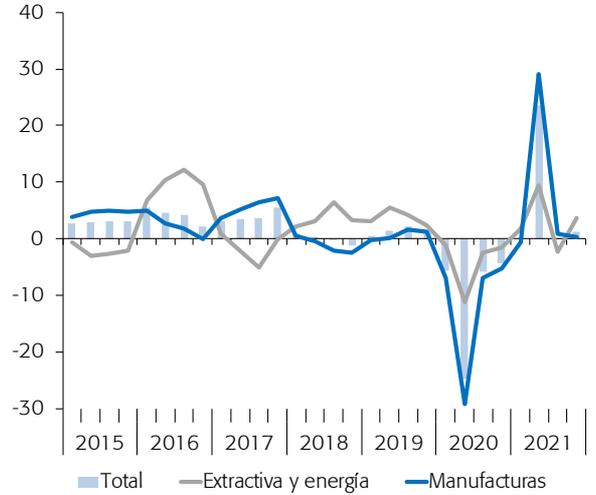


Gráfico 2.3.- VAB, servicios
Tasas de crecimiento interanuales

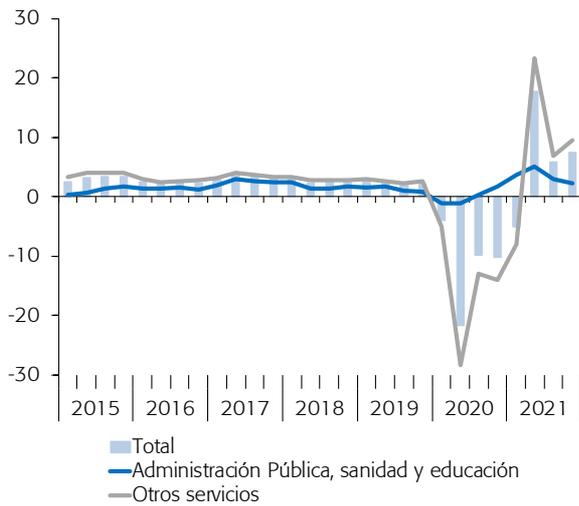
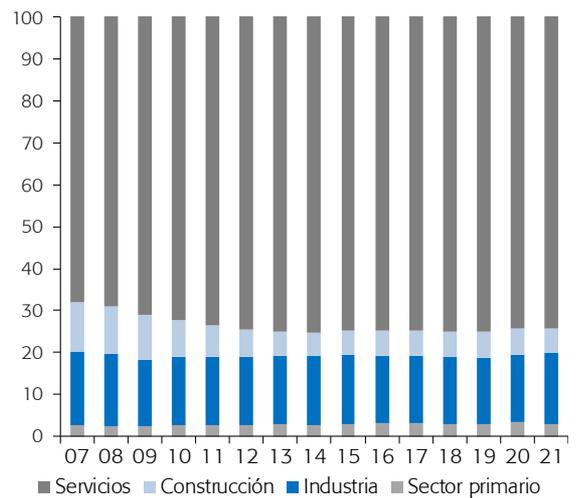


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



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	103,7	109,4	94,8	105,3	111,1	103,2	100,3	103,4	96,9	102,4	105,6	94,7
2022	108,0	111,5	96,8	106,0	109,5	99,0	--	--	--	--	--	--
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
IV	106,9	112,6	94,9	105,8	111,4	100,6	102,2	105,7	96,7	101,8	105,2	90,3
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	5,0	6,7	-1,7	-0,5	1,2	-0,9	6,0	1,9	4,0	0,6	-3,3	-6,8
2022	4,2	1,9	2,2	0,7	-1,5	-4,1	--	--	--	--	--	--
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
IV	5,2	6,4	-1,1	0,3	1,4	-2,9	0,3	2,5	-2,1	0,8	2,9	-2,8

(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

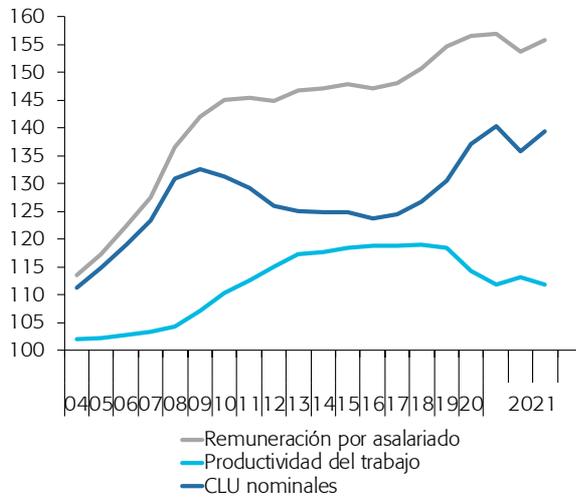
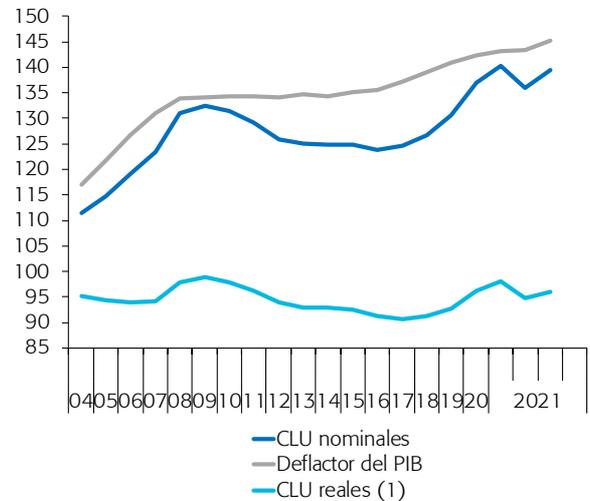


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

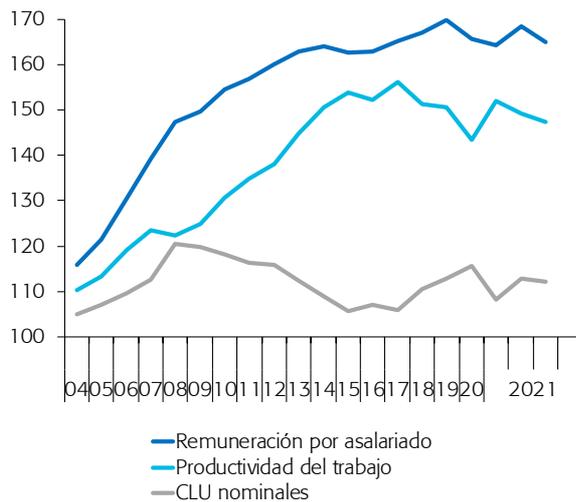
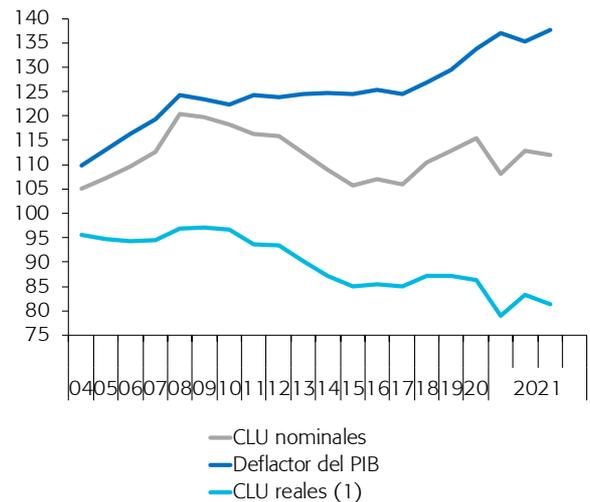


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

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	1.203,0	574,4	505,2	1.192,8	927,5	264,8	257,8	47,7	42,0	22,0	21,4	0,6	1,4
2022	1.288,0	588,0	560,0	1.282,6	993,9	288,6	283,9	45,7	43,5	22,4	22,0	0,4	2,2
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
IV	1.203,0	574,4	505,2	-	927,5	-	257,8	47,7	42,0	-	21,4	-	-
	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	7,2	5,6	6,0	7,0	6,2	9,7	11,0	-0,8	-0,5	0,5	0,7	-0,2	0,2
2022	7,1	2,4	10,9	7,5	7,2	9,0	10,2	-2,0	1,5	0,4	0,6	-0,2	0,8
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
IV	7,2	5,6	6,0	-	6,2	-	11,0	-0,7	-0,5	-	0,7	-	-

(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

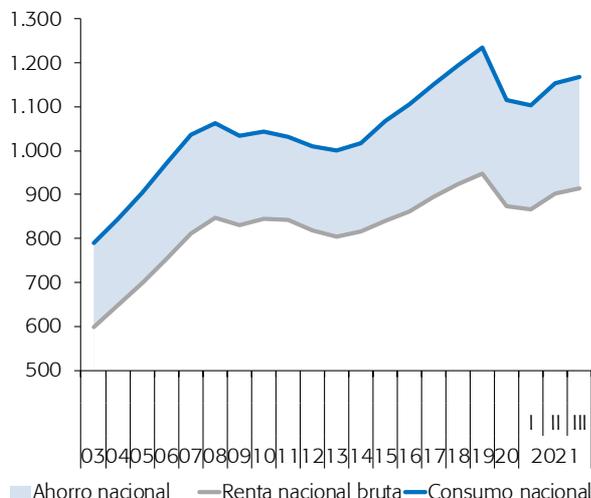


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

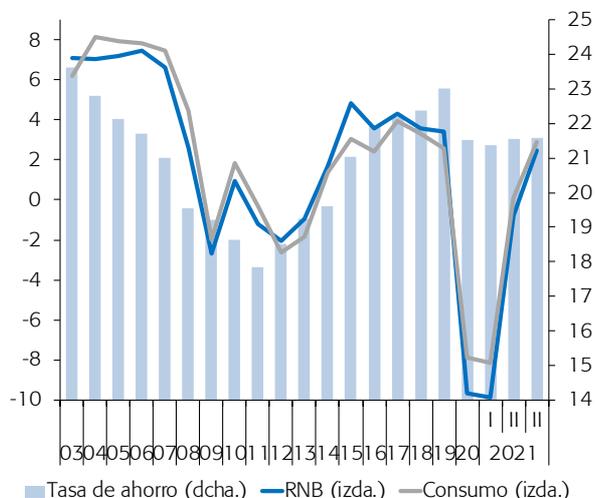


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

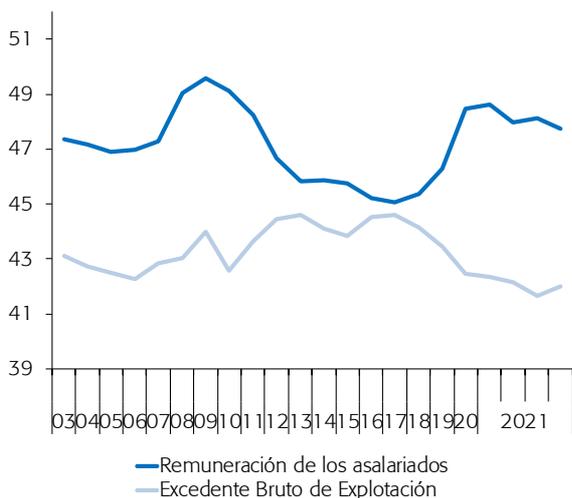
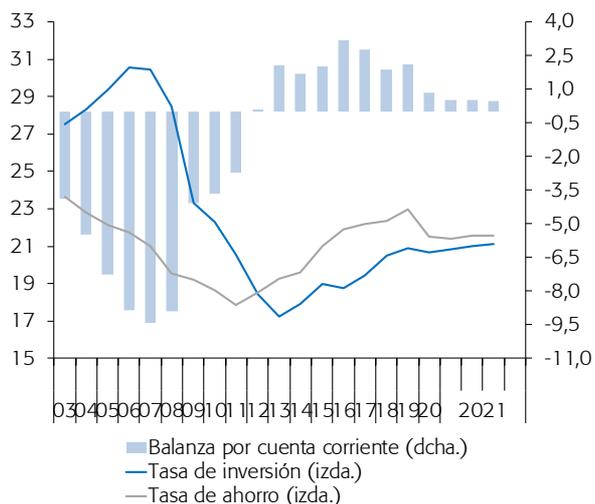


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

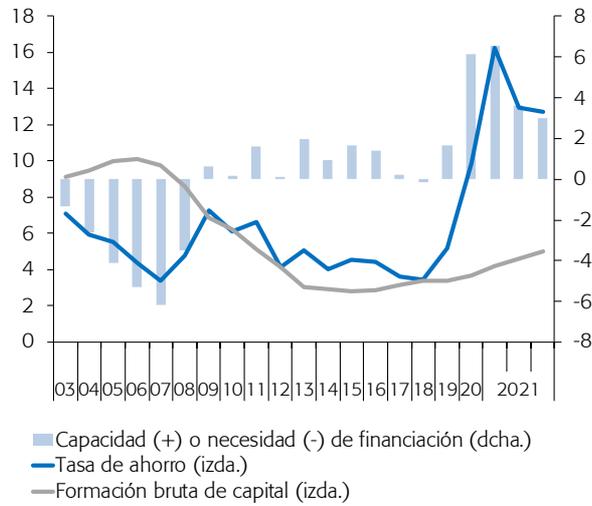
Previsiones en azul

	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	
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	
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	
I	I	-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	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	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	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
I	I	-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	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
III	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

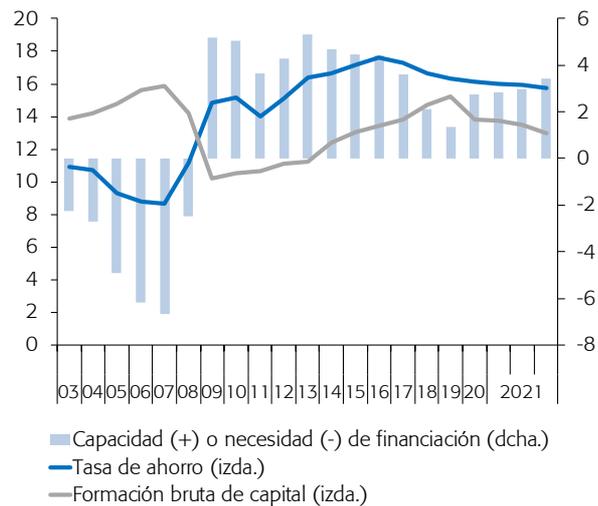
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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

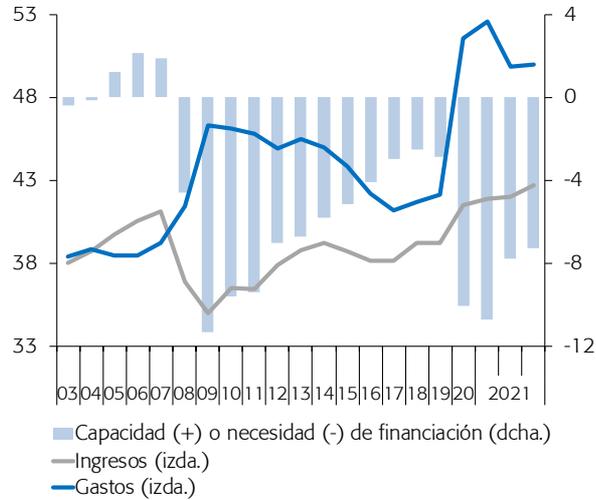
Previsiones en azul

	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	144,2	135,9	169,5	64,2	513,8	148,3	69,8	25,0	256,4	54,5	38,8	592,8	-79,1	-79,1
2022	154,8	137,4	170,3	75,9	538,4	151,4	72,7	27,1	264,7	60,0	37,5	613,4	-75,0	-75,0
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	12,0	11,3	14,1	5,3	42,7	12,3	5,8	2,1	21,3	4,5	3,2	49,3	-6,6	-6,6
2022	12,0	10,7	13,2	5,9	41,8	11,8	5,6	2,1	20,5	4,7	2,9	47,6	-5,8	-5,8
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)

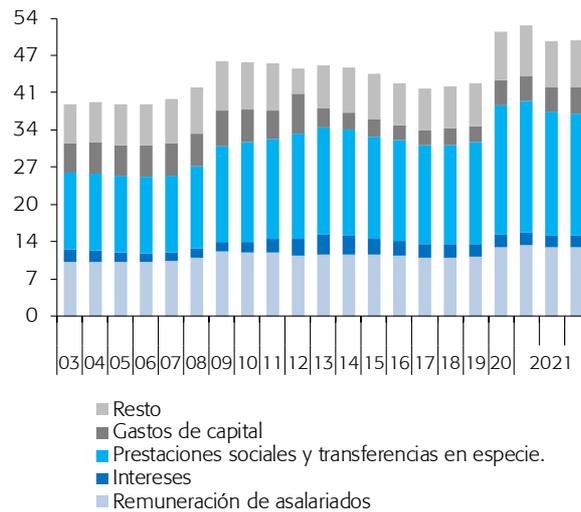
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(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

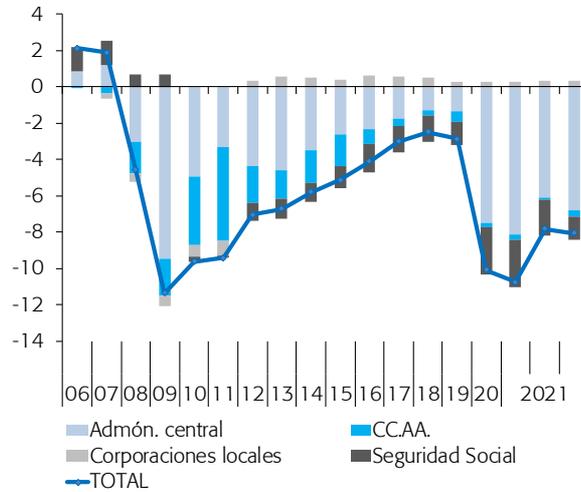
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo				
2014	-35,9	-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	--	--	--	--	-79,1	--	--	--	--	1.427,8
2022	--	--	--	--	-75,0	--	--	--	--	1.500,8
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	--	--	--	--	-6,6	--	--	--	--	118,7
2022	--	--	--	--	-5,8	--	--	--	--	116,5
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.

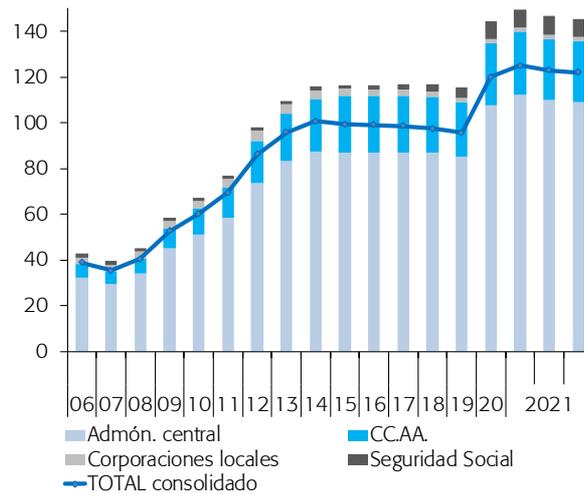
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

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

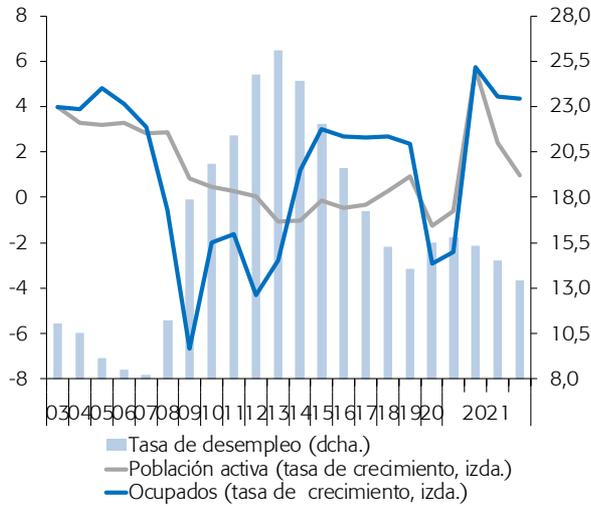
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones								Porcentaje						
2014	38,5	23,0	--	17,3	--	5,6	--	59,6	45,0	24,5	53,2	23,0	34,5	
2015	38,5	22,9	--	17,9	--	5,1	--	59,6	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	--	58,7	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	39,7	23,2	--	19,8	--	3,4	--	58,5	49,9	14,8	34,9	13,5	23,1	
2022	39,8	23,5	--	20,2	--	3,3	--	59,0	50,7	14,0	--	--	--	
2020	I	39,5	23,0	23,2	19,7	19,9	3,3	3,3	58,7	50,4	14,2	32,1	13,3	21,2
	II	39,6	22,0	21,9	18,6	18,6	3,4	3,4	55,5	46,9	15,4	38,8	13,9	24,9
	III	39,6	22,9	22,8	19,2	19,0	3,7	3,7	57,5	48,1	16,3	41,2	14,8	25,7
	IV	39,6	23,1	23,0	19,3	19,3	3,7	3,7	58,1	48,7	16,2	40,9	14,5	26,6
2021	I	39,6	22,9	23,1	19,2	19,4	3,7	3,7	58,3	49,0	15,8	38,7	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	37,6	13,9	23,8
	III	39,6	23,4	23,3	20,0	19,9	3,4	3,4	58,7	50,2	14,5	31,6	13,5	21,7
	IV	39,7	23,3	23,3	20,2	20,1	3,1	3,1	58,6	50,7	13,4	31,5	12,2	20,9
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	-0,2	--	3,0	--	-9,9	--	-0,1	1,4	-2,4	-4,9	-2,1	-4,0	
2016	0,1	-0,5	--	2,7	--	-11,5	--	-0,3	1,2	-2,4	-3,9	-2,2	-3,8	
2017	0,3	-0,3	--	2,6	--	-12,5	--	-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	0,9	--	2,3	--	-6,8	--	0,0	0,7	-1,2	-1,8	-1,1	-1,8	
2020	0,8	-1,3	--	-2,9	--	8,8	--	-1,2	-1,9	1,4	5,7	0,9	4,5	
2021	0,2	2,1	--	3,0	--	-2,8	--	1,1	1,3	-0,7	-3,4	-0,6	-1,5	
2022	0,5	1,3	--	2,2	--	-3,7	--	0,5	0,9	-0,7	--	--	--	
2020	I	1,0	0,7	1,0	1,1	1,1	-1,2	0,4	0,0	0,0	-0,1	-1,6	-0,4	0,4
	II	0,9	-4,6	-4,6	-6,0	-6,0	4,3	4,3	-3,2	-3,5	1,3	6,4	0,8	4,7
	III	0,7	-0,8	-1,0	-3,5	-3,6	15,8	14,6	-1,0	-2,1	2,2	8,6	1,7	6,3
	IV	0,5	-0,4	-0,5	-3,1	-3,2	16,5	16,0	-0,6	-1,9	2,3	9,6	1,6	6,6
2021	I	0,3	-0,6	-0,4	-2,4	-2,4	10,3	11,2	-0,4	-1,3	1,7	6,6	1,1	5,0
	II	0,2	5,6	5,7	5,7	5,8	5,2	5,1	3,0	2,6	-0,1	-1,3	0,1	-1,2
	III	0,1	2,4	2,3	4,5	4,4	-8,2	-8,9	1,2	2,1	-1,8	-9,6	-1,3	-3,9
	IV	0,2	1,0	0,9	4,3	4,3	-16,6	-16,4	0,4	2,0	-2,8	-9,5	-2,3	-5,7

(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.

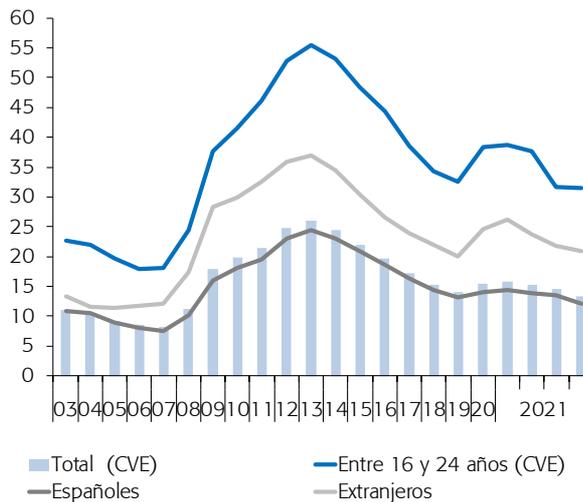
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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**

Porcentaje



Cuadro 9

Índice de precios al consumo

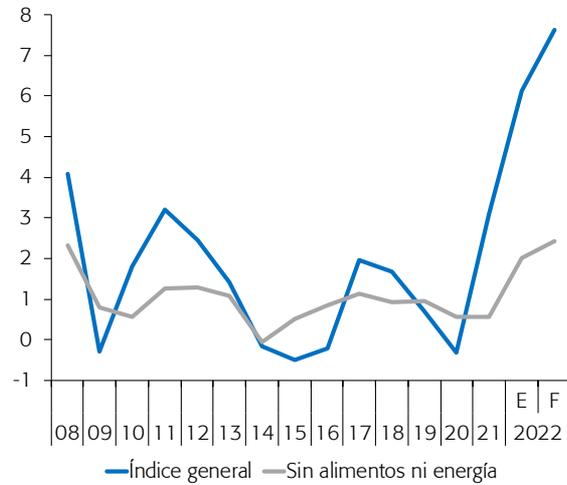
Previsiones en azul

	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				
% of total in 2021	100,00	62,28	79,09	23,28	39,01	16,81	8,92	11,98	25,73	
Índices, 2021 = 100										
2015	93,4	95,2	95,0	98,2	93,4	94,5	85,4	88,2	91,4	
2016	93,2	96,0	95,8	98,7	94,4	95,3	87,4	80,6	92,6	
2017	95,0	97,0	96,8	98,9	95,9	96,0	89,6	87,1	93,8	
2018	96,6	97,9	97,7	98,9	97,3	96,9	92,4	92,4	95,5	
2019	97,3	98,9	98,5	99,2	98,7	97,5	94,2	91,3	96,3	
2020	97,0	99,4	99,2	99,4	99,4	98,7	97,7	82,5	98,4	
2021	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2022	106,8	102,6	103,1	103,0	102,3	104,7	104,8	134,0	104,7	
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	6,8	2,6	3,1	3,0	2,3	4,7	4,8	34,0	4,7	
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	6,1	2,0	2,4	2,4	1,7	4,0	5,2	33,0	4,4
	Feb	7,6	2,4	3,0	3,0	2,0	5,3	5,0	44,3	5,2
	Mar	8,6	2,6	3,1	3,0	2,2	5,3	4,6	52,4	5,1
	Abr	8,1	2,7	3,2	3,0	2,5	5,2	4,8	46,1	5,1
	May	7,8	2,7	3,2	3,1	2,4	5,1	4,7	42,9	5,0
	Jun	7,4	2,8	3,3	3,1	2,5	5,0	5,5	38,1	5,2
	Jul	7,6	3,0	3,4	3,2	2,8	5,0	5,2	38,5	5,1
	Ago	7,3	3,2	3,5	3,2	3,0	4,9	4,6	34,9	4,8
	Sep	6,5	2,8	3,2	3,1	2,5	4,7	5,5	28,9	5,0
	Oct	5,4	2,5	2,9	3,1	2,2	4,4	6,1	21,2	5,0
	Nov	5,3	2,4	2,7	3,0	2,0	4,0	4,3	23,0	4,1
	Dic	4,1	2,4	2,5	2,9	2,0	3,1	2,2	15,9	2,8

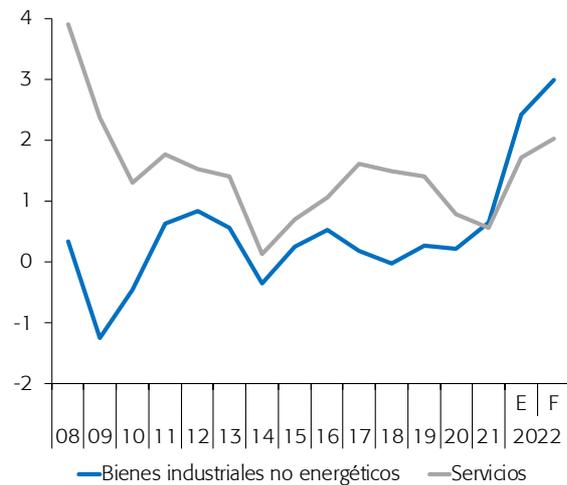
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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							
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	107,7	116,4	110,3	88,2	80,6	54,3	154,0	151,5	161,5	172,3	--
2022 (b)	--	141,5	117,6	--	--	--	--	--	--	--	--
2020 II	105,1	96,3	102,6	84,8	78,3	50,1	138,1	135,1	147,2	180,2	--
III	105,9	99,2	102,8	85,7	78,8	49,3	142,7	139,2	153,5	174,0	--
IV	106,1	99,9	103,6	85,0	78,9	51,0	155,5	154,4	159,1	180,5	--
2021 I	105,9	104,0	106,2	85,4	79,0	49,0	147,3	142,9	160,7	163,5	--
II	106,2	110,3	109,5	87,5	80,2	58,3	156,4	154,6	161,8	170,8	--
III	107,6	118,2	111,4	89,3	80,8	52,4	149,7	146,2	160,3	175,2	--
IV	110,8	132,9	114,4	90,4	82,4	57,5	162,5	162,2	163,3	179,7	--
2022 I (b)	--	141,5	117,6	--	--	--	--	--	--	--	--
2021 Nov	--	132,1	114,5	--	--	--	--	--	--	--	--
Dic	--	136,3	115,4	--	--	--	--	--	--	--	--
2022 Ene	--	141,5	117,6	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
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	2,2	17,3	7,0	3,7	2,1	3,7	5,9	6,3	4,8	-0,6	1,5
2022 (d)	--	35,7	12,0	--	--	--	--	--	--	--	2,3
2020 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	-0,9	-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	4,4	33,1	10,4	6,4	4,4	12,7	4,5	5,1	2,7	-0,4	1,5
2022 I (e)	--	36,1	10,8	--	--	--	--	--	--	--	--
2021 Dic	--	35,2	10,9	--	--	--	--	--	--	--	1,5
2022 Ene	--	35,7	12,0	--	--	--	--	--	--	--	2,0
Feb	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2,3

(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)

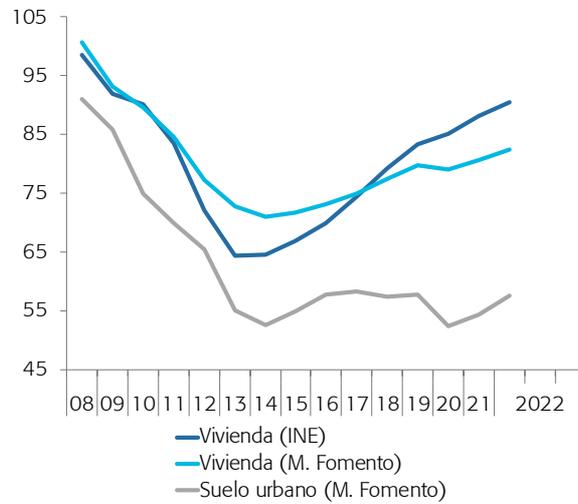
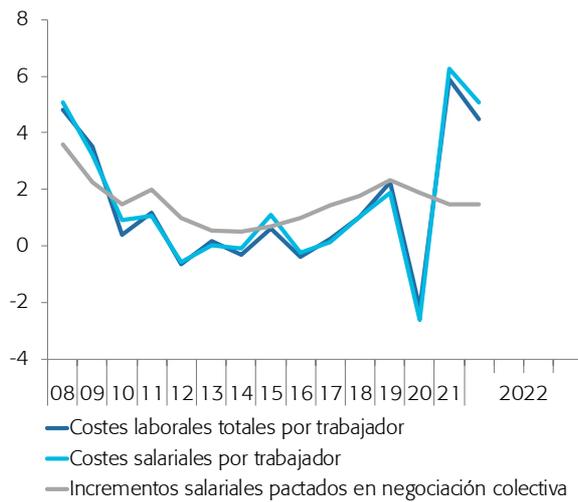


Gráfico 10.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

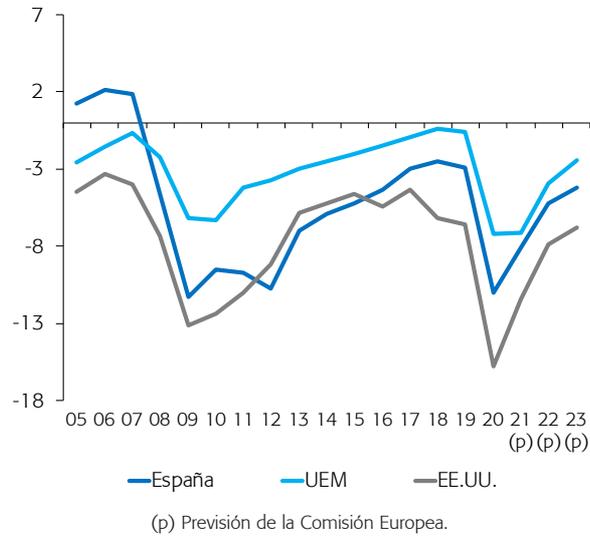
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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

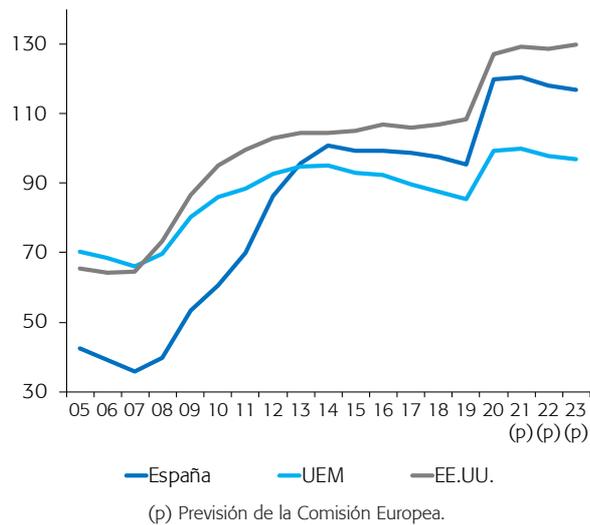
Fuente: Comisión Europea. Previsiones, otoño 2021.

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

Fuentes: EPC EPC EPC ID INE ID INE EPC EPC EPC EVR EVR

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

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

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

• Datos provisionales.

Cuadro 2

Hogares y familias

	Hogares			
	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Hogares con una persona sola menor de 65 años (%)	Hogares con una persona sola de 65 o más años (%)
2008	16.742	2,71	12,0	10,2
2010	17.174	2,67	12,8	9,9
2012	17.434	2,63	13,7	9,9
2014	18.329	2,51	14,2	10,6
2015	18.376	2,54	14,6	10,7
2016	18.444	2,52	14,6	10,9
2017	18.512	2,52	14,2	11,4
2018	18.581	2,51	14,3	11,5
2019	18.697	2,52	14,9	11,2
2020	18.794	2,52	15,0	11,4
2021	18.919	2,50		

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.

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	16,4	5,8	32,3	46,7
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	4,63
2010	1.872.829	672.213	555.580	1.445.392	104.844	53.099	4,91
2012	1.912.324	692.098	617.686	1.450.036	113.805	46.476	4,47
2014	1.840.008	690.738	652.846	1.364.023	142.156	44.846	4,32
2015	1.808.322	695.557	641.741	1.321.698	171.043	46.598	4,31
2016	1.780.377	687.595	652.471	1.303.252	190.143	47.579	4,25
2017	1.767.179	676.311	667.984	1.287.791	209.754	49.458	4,24
2018	1.750.579	667.287	675.971	1.290.455	217.840	50.807	4,23
2019	1.749.597	673.740	706.533	1.296.379	237.118	53.053	4,26
2020*	1.622.353	684.804	772.417	1.340.632	248.460	55.266	4,93
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.

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	922.856	6.165.349	1.190	949.765	994	2.353.987	740
2022	834.060♦	6.227.556■	1.247■	951.156■	1.034■	2.352.877■	775■

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	969.412	262.177	184.378	11.892	
2022♦	908.685	264.821	183.995	11.150	

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 a enero.

■ Los datos se refieren al período enero-febrero.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto		Personal y recursos			
	Gasto público (% PIB)	Gasto público (millones de €)	Médicos en atención especializada (por 1000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1000 personas asignadas)	Enfermeras/os en atención especializada (por 1000 hab.)	Enfermeras/os atención primaria (por 1000 personas asignadas)
2008	6,1	67.344	1,8	0,8	3,0	0,6
2010	6,6	71.136	1,8	0,8	3,2	0,6
2012	6,3	64.734	1,8	0,8	3,1	0,6
2014	6,2	63.507	1,8	0,8	3,1	0,7
2015	6,2	66.489	1,9	0,8	3,2	0,7
2016	6,1	67.724	1,9	0,8	3,3	0,6
2017	6,0	69.312	1,9	0,8	3,4	0,6
2018	6,0	72.157	2,0	0,8	3,5	0,7
2019	6,1	75.929	2,0	0,8	3,5	0,7
2020	7,6•	85.383•				

Fuentes: Eurostat Eurostat INCLASNS INCLASNS INCLASNS INCLASNS

Cuadro 5 (continuación)

Protección social: sanidad

	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

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional del Salud.

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

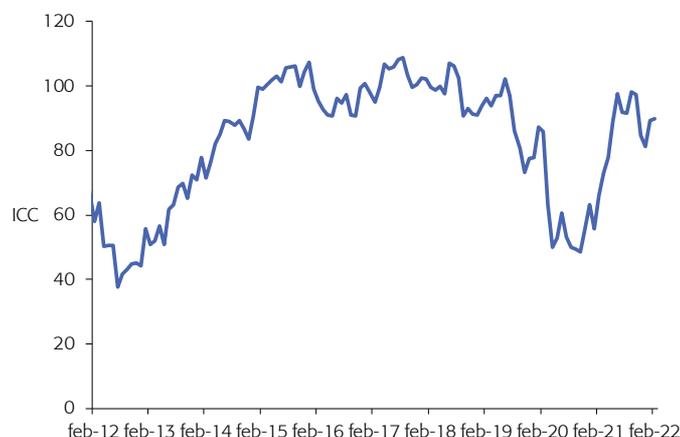
• Datos provisionales.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (febrero 2012-febrero 2022)

La confianza de los consumidores aumenta tímidamente a principios de 2022



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. La muestra se compone de 3.000 entrevistados (aproximadamente dos tercios de ellos, con teléfono fijo, y un tercio, únicamente con teléfono móvil).

Fuente: CIS (www.cis.es), encuestas mensuales "Índice de Confianza del Consumidor".

2. FLASH SOCIAL. La inflación, razón principal del deterioro de la situación económica del hogar

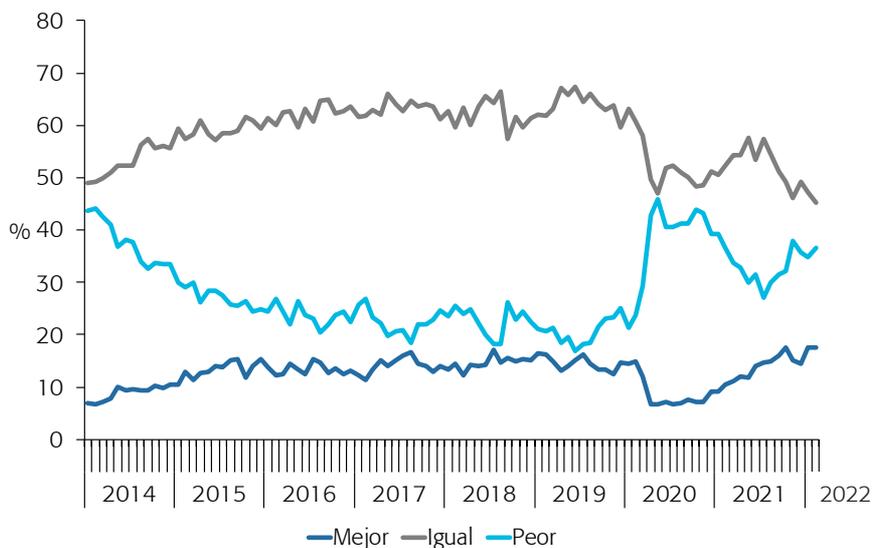
En febrero de 2022, más de un tercio de la población española (mayor de 15 años) consideraba que la situación económica de su hogar era peor que seis meses atrás (36,5 %), aproximadamente el doble de quienes la consideraban mejor (17,5 %). La encuesta llevada a cabo por el Centro de Investigaciones Sociológicas entre el 22 de febrero y el 1 de marzo de 2022 (Índice de Confianza del Consumidor) permite concluir que la proporción de quienes perciben un empeoramiento ha aumentado durante el último año (febrero 2021-febrero 2022), aunque no es tan abultada como llegó a ser durante los primeros diez meses de la crisis sanitaria (gráfico 2).

Cuando a quienes responden que la situación económica de su hogar ha empeorado se les pide que mencionen las razones de ese empeoramiento, "la inflación" destaca como la respuesta más frecuente. De hecho, durante el último año el porcentaje de menciones a este fenómeno como causa del empeoramiento de la situación económica de los hogares se ha quintuplicado (gráfico 3). Esta respuesta ha desplazado a aquellas que hacen referencia al empleo o a la reducción de los ingresos familiares como motivo del empeoramiento de la situación económica del hogar (más todavía, si se suman a "la inflación" las respuestas que aluden al "aumento del gasto familiar").

Por tanto, la inflación se percibe como el principal factor responsable del deterioro de la situación económica de las familias. La preeminencia de esta respuesta respecto a otras se aprecia entre los entrevistados de 45 o más años, y, sobre todo, entre los mayores de 64 años (gráfico 4).

Gráfico 2

Valoración de la situación económica del hogar (2014-febrero 2022)

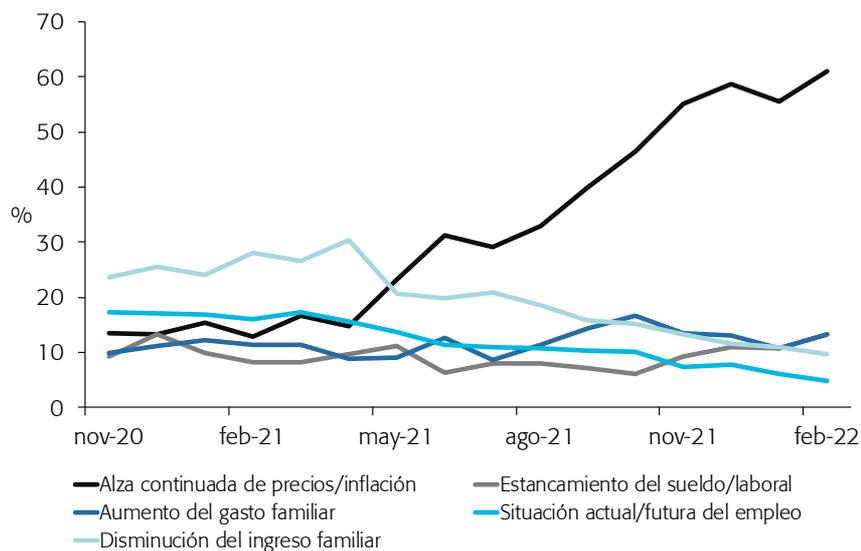


Pregunta: "¿Considera Ud. que la situación económica actual de su hogar es mejor o peor que hace seis meses?"

Fuente: CIS (www.cis.es), encuestas "Índice de Confianza del Consumidor".

Gráfico 3

Razones por las que se cree que la situación económica del hogar ha empeorado (noviembre 2020-febrero 2022)

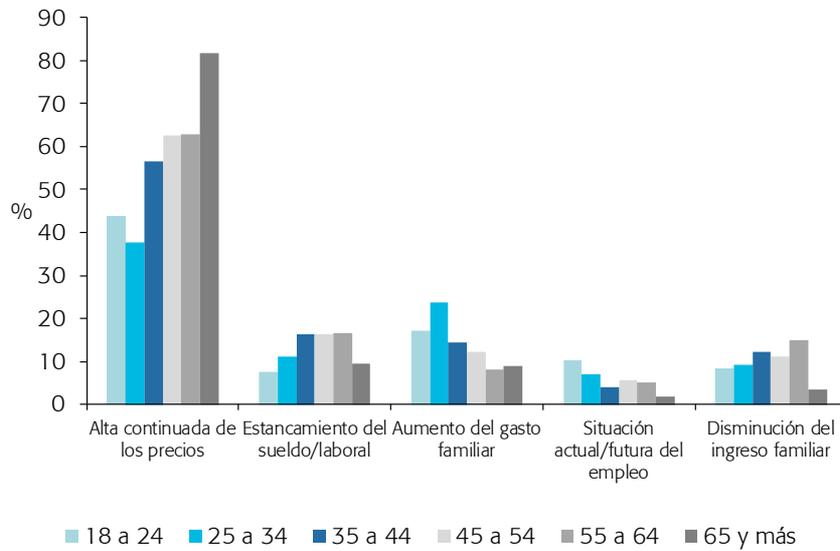


Pregunta (a quienes han contestado que la situación de su hogar es peor que hace seis meses): "¿Por qué lo cree así?"

Fuente: CIS (www.cis.es), encuestas "Índice de Confianza del Consumidor".

Gráfico 4

Razones por las que se cree que la situación económica del hogar ha empeorado, por edad (febrero 2022)



Pregunta (a quienes han contestado que la situación de su hogar es peor que hace seis meses): "¿Por qué lo cree así?".

Fuente: CIS (www.cis.es), estudio 3353.

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de marzo de 2022

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,3	Diciembre 2021
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	1,9	Diciembre 2021
Dudosos (% var. mensual medio)	-0,2	Diciembre 2021
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	2.201.468	Febrero 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	289.689	Febrero 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	16	Febrero 2022
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 2001-2019	2020	2021	2022 febrero	2022 15 marzo	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,1	12,3	6,9	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,4	-0,545	-0,572	-0,533	-0,500	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,8	-0,499	-0,501	-0,349	-0,258	Datos a día de publicación
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	3,4	0,03	0,5	1,1	1,2	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	3,8	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 la preocupación sobre la misma se ha acrecentado tras la invasión de Ucrania y el alza en los precios de la energía. En este entorno, los tipos de interés interbancarios han aumentado en la primera mitad de marzo. El euríbor a 3 meses ha subido desde el -0,533 % de febrero al -0,500 % de mitad de marzo, mientras que el euríbor a 12 meses ha aumentado del -0,349 % de febrero al -0,258 % de mitad de marzo. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha aumentado del 1,1 % de febrero al 1,2 % de mitad de marzo.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 febrero	2022 15 marzo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	22,1	288,7	28,8	22,93	19,03	(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	10,95	16,02	(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	0,13	(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	0,60	0,82	(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	-0,69	-0,60	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	727,5	1.311,87	1.289,02	-	-	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,1	1,2	-0,6	4,67	-1,99	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	-29,57	15,37	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.007,1	881,6	718,9	861,8	818,69 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.703,6	8.812,9	7.347,3	8.713,8	8.236,1 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 febrero	2022 15 marzo	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,6	13,2	15,1	12,4	14,5 (a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en el IBEX-35
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	5,3	2,8	6,9	-	-	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	1,6	2,2	1,8	-	-	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,2	3,1	2,6	-	-	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	0,9	-14,4	5,1	-10,5	2,0	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	12,9	30	35,4	140	-50	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros: En la primera mitad de marzo, los índices bursátiles se han visto afectados por el conflicto bélico en Ucrania. Tras una importante caída con el inicio de las hostilidades, la volatilidad se ha adueñado de los mercados. El IBEX-35 se sitúa en los 8.236,1 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 818,69 puntos. Por su parte, en el mes de enero (último dato disponible) se produjo una disminución en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 19,03 %). Por el contrario, se produjo una disminución en la ratio de contratación de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 16,95 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 2,0 % con respecto al mes precedente, mientras que las realizadas con opciones financieras sobre este mismo índice cayeron un 50 %.

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 noviembre	2021 diciembre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	5,5	0,2	-0,1	0,95	-0,34	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	1,1	1,9	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	-3,9	1,2	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	2,2	0,9	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	2,5	2,2	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 noviembre	2021 diciembre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-1,7	-0,8	-0,5	-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	25,4	-7,5	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	0,5	0,8	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En diciembre, último dato disponible, se observó una ligera caída del crédito al sector privado del 0,34 %. Los depósitos aumentaron en un 1,9 %. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 1,2 % mientras que las acciones y participaciones lo hicieron en un 0,9 %. Asimismo, se produjo una reducción 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	2.201.468 (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	289.689 (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 28 de febrero de 2022.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En febrero de 2022, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 289.689 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 170. Las finanzas tras la pandemia

PANORAMA SOCIAL

N.º 34. El trabajo y el empleo del futuro: debates, experiencias y tendencias

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 286. La política económica ante el brote de inflación

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 11, N.º 1 (2022). Policy challenges and implications two years after the pandemic

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 16. Febrero (2022)

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

Marketing digital y big data / Nora Lado y Daniel Peña (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



Somos mucho más
de lo que imaginas. ¿Vienes?



cecabank

cecabank



Pedidos e información:

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



ISSN: 2254-3422



97722543427