Cuadernos de Información Económica

289 julio/agosto 2022

Política monetaria y sector financiero

Riesgos financieros de la inflación

El dilema de la política monetaria

Bancos y deuda pública

Estructura de ingresos de la banca española

El seguro español ante el cambio de entorno

La recuperación de las manufacturas

Desigualdad en el primer año de pandemia

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS



CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela Santiago Carbó Valverde Mª 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.

dita: 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

289 julio/agosto 2022



- Los riesgos financieros de la inflación Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 9 El dilema de la política monetaria del BCE Erik Jones
- 17 La curva de tipos y el nexo bancos-deuda pública Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez
- 23 Cambios en la estructura de ingresos de la banca española Joaquín Maudos
- 31 El seguro español ante el cambio de entorno económico y financiero Daniel Manzano y Aitor Milner
- 39 Las manufacturas españolas recuperan los ingresos y el empleo de prepandemia

 María José Moral
- 47 Desigualdad de rentas en el primer año de pandemia Eduardo Bandrés

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

Página

- 54 Indicadores económicos Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 77 Indicadores sociales
 Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 85 Indicadores financieros

 Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Ш

Carta de la Redacción

Banco Central Europeo (BCE) ha adoptado, a lo largo del mes de junio, decisiones de política monetaria que representan un giro sustancial respecto de su orientación acomodaticia de años anteriores e incluso respecto de sus moderados planes de normalización anunciados en diciembre de 2021. La finalización de las compras netas de activos en el marco del programa APP a partir del 1 de julio y, sobre todo, el anuncio de una senda gradual, pero sostenida, de subidas de los tipos de interés oficiales configuran la nueva orientación de la política monetaria. La clave de ese giro está en el desbordamiento de las previsiones de inflación, ampliamente superadas por los datos finales, la anticipación de su mayor persistencia en el tiempo, y la necesidad de reforzar la confianza de los agentes económicos en la capacidad del Banco para modular las expectativas de inflación, que se manifestaban en aumentos sucesivos de los tipos de mercado. Los tres primeros artículos de esta edición de Cuadernos de Información Económica abordan, desde diferentes ángulos, la encrucijada en la que se sitúa la política monetaria, con especial atención a sus efectos sobre el sistema financiero, sobre las cotizaciones de la deuda soberana y sobre las relaciones entre ambos.

Tal como se pone de manifiesto en el artículo de Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández, las medidas adoptadas y anticipadas por los bancos centrales han ido ganando intensidad conforme se observaba el carácter estructural de la inflación, para acomodar las expectativas del sector privado en un contexto donde la política fiscal continúa siendo expansiva para relanzar el crecimiento tras la pandemia. En todo caso, se realiza también un llamamiento a la prudencia en la subida de tipos, cuyos efectos sobre las curvas de rendimiento de los bonos públicos de

la eurozona pueden ser especialmente dañinos no solo para la sostenibilidad de la deuda pública de algunos países, sino para las condiciones generales de financiación, pública y privada, porque pueda generarse una fragmentación de los mercados financieros. Los efectos sobre las entidades financieras actúan en una doble dirección. Por una parte, la subida de tipos podría mejorar el margen de intermediación, pero por otra, una inflación elevada y un entorno de incertidumbre como el actual abren incógnitas sobre la evolución de las tasas de crecimiento futuras que tendrían también un impacto en el negocio bancario.

El artículo de Erik Jones profundiza precisamente en ese dilema al que se enfrenta la política monetaria del BCE: intensificar el ritmo de retirada de estímulos v adoptar las primeras subidas de los tipos oficiales para hacer frente a una inflación desmesurada, sin provocar una fragmentación de los mercados financieros de la eurozona a través de la ampliación de los diferenciales de la deuda soberana. El anuncio de crear algún tipo de instrumento antifragmentación fue bien recibido por los participantes del mercado. El problema será cómo abordar sus implicaciones distributivas entre países y gobiernos, y cuál será el grado de condicionalidad que podría comportar su aplicación para evitar situaciones de riesgo moral. Existen distintas soluciones posibles. Una de ellas sería redistribuir la reinversión del principal del Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) desde bonos con elevadas cotizaciones hacia bonos que sufren presiones en los mercados. Otra posibilidad sería reforzar las compras de activos que sufren la especulación en los mercados, anticipando la venta de posiciones de los que no la sufren. Tan importante como lo que se haga será la proporcionalidad con la que se haga. Lo que ya sabemos es que el anuncio del BCE ha servido para moldear las expectativas del mercado en la dirección esperada.

Como ya hemos señalado, el escenario previsto de elevaciones de tipos ha dado lugar a un tensionamiento de la curva de tipos de consecuencias indudables sobre las carteras de deuda pública de los bancos europeos. María Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez retoman en su artículo la vieja y perniciosa relación establecida en su momento entre riesgos soberanos y bancarios, evaluando cuál es la situación actual y los potenciales impactos que la reducción del valor de mercado de las carteras de deuda pública podría tener en la cuenta de resultados o en el patrimonio de los bancos. Impactos que, en todo caso, están muy lejos de asemejarse en los países avanzados a los que se produjeron durante la crisis financiera internacional. En términos de su peso sobre activos o del sesgo doméstico de la deuda soberana, la posición de la banca española es muy similar a la de la banca europea. Sin embargo, hay dos factores que mitigan sensiblemente el riesgo comparativo de la banca española en términos de exposición al deterioro de sus carteras: el menor vencimiento medio de las carteras de deuda en España y la clasificación contable de dichas tenencias, como pone de relieve el hecho de que el porcentaje de deuda en las carteras de negociación -las que tienen un componente de mayor volatilidad—los es mucho más reducido en el caso español.

Profundizar en la estructura de ingresos de la banca española y analizar los cambios de la misma en el contexto de tipos cero o negativos que han afectado a toda la banca europea es el objeto del artículo de Joaquín Maudos. De entrada, cabe advertir sobre la baja rentabilidad de la banca en su negocio doméstico en España, situada, en lo que se refiere a la rentabilidad sobre recursos propios (ROE), incluso por debajo del coste de capital en los últimos años. Un factor clave ha sido el reducido margen de intereses, insuficiente incluso para cubrir los gastos de explotación, como consecuencia de los tipos de interés oficiales cero o negativos. En paralelo, se ha producido un aumento de la participación de las comisiones en los ingresos totales de la banca, pero con un cambio de composición: cada vez pesan menos las que aportan los servicios de cobro y pago, mientras que ha aumentado el peso de las que proceden de la comercialización de productos de terceros, como seguros y fondos de inversión y de pensiones. En comparación con la banca europea, e incluyendo el negocio de las filiales en el exterior, la banca española presenta un mayor peso de

los intereses en su estructura de ingresos y un menor peso de las comisiones.

El sector seguros es parte fundamental del sistema financiero del país, por su propia naturaleza y funciones en una economía de mercado, y por su contribución a las cuentas del sector bancario español. El artículo de Daniel Manzano y Aitor Milner analiza la situación actual del sector seguros y sus perspectivas más inmediatas ante los cambios en el entorno económico y financiero. La subida de los tipos de interés oficiales del BCE requerirá una readaptación del sector, teniendo en cuenta además que el giro de la política monetaria tendrá efectos diferentes por ramos de actividad. Es indudable que el impacto a corto plazo de una subida de tipos y de un deterioro de los mercados bursátiles va a ser negativo en las carteras de inversión del negocio asegurador. Al mismo tiempo, la normalización de los tipos de interés creará condiciones, hasta ahora inexistentes, para que los productos de vida-ahorro tradicionales retomen su desarrollo, si bien para que el impulso de estos productos se materialice será preciso que las expectativas sobre evolución futura de la inflación anticipen un control de la misma gracias al cambio iniciado de la política monetaria.

La progresiva superación de los efectos económicos de la pandemia de COVID-19 tiene una de sus manifestaciones más relevantes en la industria manufacturera española, tal como se muestra en el artículo de María José Moral. A la altura de 2022, el conjunto de las manufacturas ha superado los ingresos obtenidos en 2019 y se ha alcanzado el volumen de empleo asalariado existente antes de la pandemia. Sin embargo, los resultados son diferentes según el tipo de actividad. A destacar el sector de material de transporte, que es el que más dificultades está teniendo para recuperar los niveles prepandemia, tanto en las ventas en el mercado nacional como, y más importante, en sus exportaciones. Más allá de los problemas de suministro de determinados componentes, el hecho es que el sector está inmerso en un proceso de cambio debido a un nuevo paradigma de movilidad sostenible que todavía no tiene resuelto. Algunos otros sectores, como textil y confección, y papel, edición y artes gráficas, han llevado a cabo ajustes significativos de plantillas, que tampoco tienen que ver estrictamente con los efectos de la crisis pandémica, sino con aspectos que afectan a sus respectivos modelos de negocio: en el textil, por un problema de deslocalización; en papel, edición y artes gráficas, por un cambio de modelo dirigido a los dispositivos digitales frente a los productos en papel.

El último artículo de este número de *Cuadernos* de *Información Económica* presenta una aproximación preliminar al conocimiento de los efectos de crisis en la desigualdad de rentas en España durante el primer año de pandemia, 2020. Tomando los datos recientes de la *Encuesta de Condiciones de Vida*, el artículo de EDUARDO BANDRÉS pone de relieve el carácter determinante de las transferencias públicas (desempleo, ayudas a autónomos, incapacidad temporal) para corregir la mayor parte de la desigualdad asociada a la paralización de la actividad económica y a sus efectos sobre el empleo y los ingresos de los hogares. Con todo, la desigualdad de la renta disponible aumentó ligeramente

en 2020, especialmente por la caída de ingresos entre el 10 % más pobre de la población, de la que forman parte principalmente trabajadores con bajos ingresos salariales, parados y población inactiva, entre los que predominan los jóvenes. Si bien la normalización del mercado laboral habrá contribuido a la reducción de la desigualdad originada durante la pandemia, continúan existiendo situaciones de pobreza generadas por factores de carácter más estructural relacionados con bajos niveles educativos y de empleabilidad de una parte de la población, insuficiencia del sistema de rentas mínimas, escasez de ayudas a la familia y limitado importe de las pensiones no contributivas.

Los riesgos financieros de la inflación

Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*

A lo largo del mes de junio la política monetaria ha adoptado decisiones de gran trascendencia, tratando de hacer frente a una inflación muy elevada y con importantes componentes estructurales. Los bancos centrales aparecen una vez más como la solución, pero ellos mismos reconocen que, si continúan los efectos exógenos por el lado de la oferta, la inflación no podrá frenarse fácilmente. Sus acciones están siendo más agresivas de lo que se esperaba precisamente por eso, para acomodar las expectativas del sector privado. En todo caso, las subidas de tipos de interés deben ser consideradas con prudencia en cuanto a su impacto final sobre consumidores y empresas. Mientras la inflación permanezca en cotas elevadas, incluso menores que las actuales, el tipo de interés real seguirá siendo netamente negativo. Particularmente relevante en este contexto es el mercado inmobiliario y, de forma relacionada, el hipotecario. En España, se están observando subidas de precios interanuales del 10,1 % en vivienda nueva y del 8,2 % en segunda mano, en el primer trimestre de 2022, y la financiación a la vivienda está aumentando del orden del 1,2 % interanual en los últimos meses. En cuanto a la financiación empresarial, a pesar de las tensiones e incertidumbres, mantiene crecimientos interanuales entre el 1 y el 1,7% durante 2022, pero no está exenta de incertidumbres. Entre otras, las que pueden derivarse de una elevación de la prima de riesgo soberano por sus efectos de arrastre sobre el mercado privado de financiación.

Inflación histórica, medidas extraordinarias

En este extraño juego de naipes que está siendo una inflación elevada sin control sencillo, el mes de junio parece haber partido la baraja, rompiendo con los consensos y expectativas más moderadas y trayendo temores sobre el carácter estructural de la subida de precios. En el ámbito financiero, estas incertidumbres se hacen notar, afectando tanto a los mercados de renta variable como a los de renta fija. Por vez primera, se han producido procesos de venta acelerada de ambos tipos de activos, acciones

^{*} Universidad de Granada y Funcas.

y bonos, de forma simultánea. Esto implica que las clásicas combinaciones para diversificar riesgo (como, por ejemplo, la habitual 60 % renta variable, 40 % renta fija) no parecen ser de utilidad en la actualidad. Los inversores no parecen tener un lugar claro de refugio y 2022 se está convirtiendo en un año muy complicado desde la perspectiva de la inversión.

El gran problema parece residir en quién debe liderar el control de la subida de precios. Indudablemente, la primera referencia son los bancos centrales, pero la inflación está guiada tanto por factores relativos a precios subyacentes como a otros relacionados con un aumento de los costes de producción y problemas en la cadena de aprovisionamiento. Las autoridades monetarias pueden coadyuvar a controlar, parcialmente, los primeros, pero difícilmente los segundos.

Las decisiones de los bancos centrales, en todo caso, han sido algo más drásticas conforme se ha observado el carácter estructural de la inflación y la falta de confianza de consumidores y mercados sobre el tiempo que puede necesitarse para que la subida de precios remita. En la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) cambiaba definitivamente el paso el 9 de junio, con varios anuncios. En primer lugar, ponía fin a las compras netas de activos en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) a partir del 1 de julio de 2022. En todo caso, se preveía "seguir reinvirtiendo integramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria" (BCE, 2022a).

Sin embargo, el mayor cambio en el BCE se observaba en relación con lo que denominó aquel día "la evolución futura de los tipos de interés oficiales". El Consejo de Gobierno concluía que tenía previsto subir los tipos 25 puntos básicos en la reunión de política monetaria de julio. También señalaba que se esperaba "volver a subir los tipos de interés

oficiales en septiembre", pero que "la calibración de este incremento" dependería de la actualización de las perspectivas de inflación a medio plazo, dejando la puerta abierta a un incremento de mayores proporciones en esa reunión de septiembre. Lo que sí aseguraba ya el BCE es que, tras el verano, cabe esperar "una senda gradual, pero sostenida, de nuevas subidas de los tipos de interés."

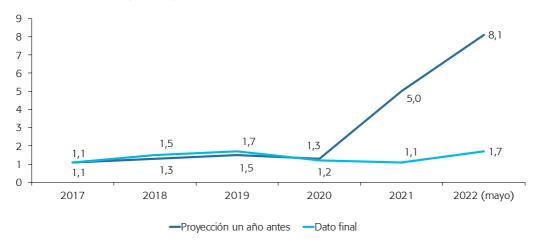
Una semana después de la reunión del BCE, el 15 de junio, se vivió una jornada histórica en el ámbito de las decisiones monetarias. Los mercados seguían señalizando una falta de credibilidad en las medidas de control de la inflación y, en Europa, las primas de riesgo de los países del sur de la eurozona subían de forma muy significativa, disparando las alarmas. La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), que ya había iniciado tiempo atrás su senda de elevación de tipos, habría de redoblar sus esfuerzos, subiéndolos tres cuartos de punto. Se trató de un movimiento agresivo que no se había producido desde 1994. La Fed había emitido previamente informes que señalaban que la inflación parecía seguir al alza y que las medidas adoptadas hasta esa fecha habían sido insuficientes. Sin embargo, en su declaración pública, la institución ponía énfasis en los riesgos más difícilmente controlables, al señalar: "La invasión de Ucrania por parte de Rusia está causando enormes dificultades humanas y económicas. La invasión y los eventos relacionados están creando una presión al alza adicional sobre la inflación y están pesando sobre la actividad económica mundial. Además, es probable que los bloqueos relacionados con el COVID en China exacerben las interrupciones de la cadena de suministro. El Comité está muy atento a los riesgos de inflación" (Fed, 2022).

Sin embargo, ese 15 de junio, el BCE actuaba también de forma sorpresiva, con una reunión de urgencia de su Consejo de Gobierno que, según rezaba en la nota de prensa era "para intercambiar puntos de vista sobre la situación actual en los mercados." Es importante señalar que el propio BCE indicaba que, desde diciembre de 2021 se había comprometido a actuar para hacer frente al resurgimiento de riesgos de fragmentación en la eurozona y que la subida de las primas de riesgo en algunos países del sur era, claramente, un riesgo

Gráfico 1

Proyecciones de precios del BCE y datos finales de inflación

(Tasa de variación interanual en porcentaje)



Fuente: Eurostat y elaboración propia.

en esa dirección. Señalaba en su nota de prensa que "las vulnerabilidades persistentes en la economía de la zona del euro están contribuyendo a una transmisión desigual de la normalización de la política monetaria a los distintos países" (BCE, 2022b). En este sentido, decidía actuar con flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) que fueran venciendo. En todo caso, lo más relevante es que se anunciaba el diseño de un nuevo mecanismo de compra para evitar esos riesgos de fragmentación. De hecho, de lo que se hablaba era de "encomendar a los comités del Eurosistema y a los servicios del BCE pertinentes que aceleren la finalización del diseño de un nuevo instrumento contra la fragmentación."

Proyecciones e interpretación de los mercados

Parte de los problemas que acarrea la elevada inflación desde el punto de vista financiero proviene del desacople entre las proyecciones de inflación y los datos que finalmente se observan. Las estimaciones a corto y medio plazo realizadas por los bancos

centrales contrastan con las sorpresas inflacionarias que se han producido. Esto lleva a los inversores a reajustar sus expectativas por dos motivos. En primer lugar, interpretan que el carácter ya estructural de la inflación puede ser más difícil de revertirse. En segundo lugar, consideran que los bancos centrales tendrán que redoblar aún más sus esfuerzos restrictivos monetarios.

Las estimaciones realizadas por los bancos centrales contrastan con las sorpresas inflacionarias que se han producido. Esto lleva a los inversores a reajustar sus expectativas por dos motivos: interpretan que el carácter ya estructural de la inflación puede ser más difícil de revertirse, y consideran que los bancos centrales tendrán que redoblar aún más sus esfuerzos restrictivos monetarios.

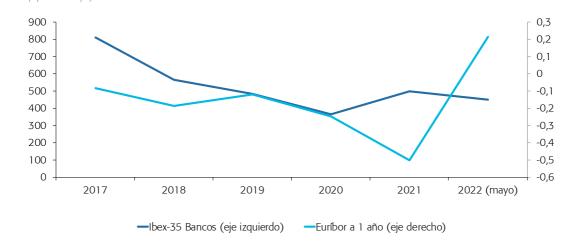
En los años que siguieron a la crisis financiera se observaron de forma repetida pequeñas desviaciones en las estimaciones de inflación del BCE respecto a los datos que luego se producían. Estas diferencias se debían fundamentalmente a que los precios permanecían extraordinariamente bajos más tiempo del esperado y siempre bastante por debajo del objetivo orientativo de política monetaria del 2 %. En los años anteriores a la pandemia y al conflicto de Ucrania, sin embargo, existía una especie de consenso en que la inflación aún permanecería en un entorno moderado durante algún tiempo. En este sentido, la inflación finalmente observada no se desviaba significativamente de la que el BCE había proyectado un año antes, como sugiere el gráfico 1. Sin embargo, desde la irrupción de la pandemia y, en particular, tras el conflicto bélico en Ucrania, estas desviaciones se han acrecentado. Lo que en principio fue interpretado como una elevación transitoria de los precios, se ha convertido en un shock inflacionario con componentes tanto de oferta como de demanda, de difícil control. Ese desacople entre expectativas y dato final de precios está generando, aún, más inquietud.

La incertidumbre sobre el control de la inflación ha hecho que los mercados financieros anticipen las subidas de tipos de interés incluso antes de que los bancos centrales hayan apuntado en esa dirección con su *forward guidance*. Esto ha sido perceptible en la eurozona durante la primavera, con un aumento considerable de los tipos de mercado incluso antes de que el BCE anunciara que consideraba posibles subidas en los tipos oficiales. En el conjunto del mercado, estas elevaciones son

particularmente relevantes para las entidades bancarias. La llamada "normalización financiera" era de largo esperada, aunque hubiera sido deseable que se produjera de forma más orgánica, con menos sobresaltos. Como muestra el gráfico 2, el euríbor a un año ya entró en terreno positivo en abril y ha iniciado una senda de crecimiento considerable. En este sentido, los bancos podrán actuar en el medio plazo en un entorno financiero más "normalizado", pero también pueden tener que enfrentarse a una coyuntura económica más delicada. Dentro del Ibex-35, el subsector de bancos se ha visto afectado por las turbulencias financieras y los riesgos macroeconómicos, pero parece aguantar mejor el chaparrón que la media del mercado porque venía iniciando una senda de recuperación --antes de la guerra de Ucrania- compatible con un entorno de negocio más favorable con las subidas de tipos de interés.

Sea como fuere, las subidas de tipos deben ser consideradas con prudencia en cuanto a su impacto final sobre consumidores y empresas. En tanto en cuanto la inflación permanezca en cotas elevadas, incluso bastante menores que las actuales, el tipo de interés real (descontados los precios) seguirá siendo negativo. Aun así, el ritmo de subida de los tipos de interés puede causar algunas dificultades. Las primeras evidencias se han observado en el mercado

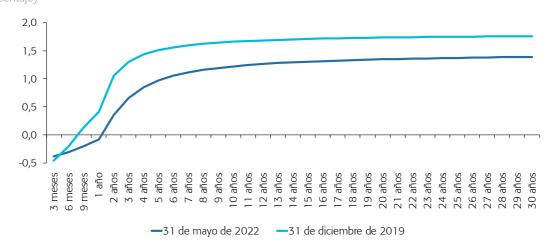
Gráfico 2 **Ibex-35 Bancos y euríbor a 1 año**(Índice y porcentaje)



Fuentes: Euribor-rates, BME y elaboración propia.

Gráfico 3

Curvas de rendimiento de los bonos triple A en la eurozona



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

de bonos europeo, con elevaciones de precios (caídas de rentabilidad en bonos). Como se aprecia en el gráfico 3 —que refleja los precios medios

La curva de rendimiento se ha vuelto especialmente delicada en lo que se refiere a la deuda soberana de los países del sur de la eurozona, con especial foco en Italia. De ahí la preocupación del BCE, no solo por el impacto a medio plazo de estos riesgos sobre la sostenibilidad de la deuda pública, sino por sus efectos de fragmentación sobre las condiciones de financiación, pública y privada.

a diferentes plazos de los bonos triple A europeosla curva de rendimiento de la deuda ha caído de forma significativa desde antes de la pandemia hasta la actualidad. En cuanto a su pendiente, se observan contrastes significativos entre los bonos de más corto plazo y los observados a dos y tres años, lo que indica la persistencia de incertidumbre en el corto plazo. Esta curva de rendimiento se ha vuelto especialmente delicada en lo que se refiere a la deuda soberana de los países del sur de la eurozona, con especial foco en Italia. De ahí la preocupación del BCE, no solo por el impacto a medio plazo de estos riesgos sobre la sostenibilidad de la deuda pública, sino por sus efectos sobre las condiciones generales de financiación, pública y privada, porque puede generarse una fragmentación significativa entre Estados miembros de la zona del euro.

Persistencia y normalización financiera: efectos sobre el mercado hipotecario y la financiación empresarial

Consumidores y empresas observan con incertidumbre la prolongación de la subida de precios. En España, las medidas adoptadas por el Gobierno para moderar el coste de los combustibles y de la electricidad aún no parecen reflejarse en los índices de inflación. En parte, esto se debe a que no solo hay problemas de oferta (inflación de costes) sino un cierto tirón de la demanda, al menos en algunos sectores, causado por la "vuelta a la normalidad" tras la fase aguda de la pandemia.

Un mercado particularmente relevante en este contexto es el inmobiliario y, de forma relacionada, el hipotecario. En España, se están observando subidas de precios interanuales de 10,1 % en vivienda

nueva y del 8,2 % en segunda mano, según el INE para el primer trimestre de 2022. Por una parte, se explica por una demanda embalsada durante la pandemia. Refleja incrementos de precios que se han ido registrando ya en otros países de nuestro entorno. Por otra parte, son también fruto de la falta de referencias de inversión en un mundo de tipos de interés nulos o negativos que ha hecho del mercado inmobiliario un objetivo prioritario. En este sentido, aunque es difícil precisarlo, existe un porcentaje elevado de operaciones orientadas a la inversión especulativa y no a la residencial. Conforme se normaliza la situación financiera y suben los tipos de interés, el enfriamiento relativo del mercado es esperable. En todo caso, conviene recordar que, con esta inflación tan elevada, los tipos de interés reales continuarán siendo negativos durante un tiempo. La financiación puede encarecerse, pero seguirá siendo de coste reducido. La tasa de crecimiento interanual de crédito a vivienda fue del 0,7 % en los últimos meses del pasado año y en abril de 2022 (último dato disponible) alcanzó el 1,2 %. Cifras aún modestas que descartan uno de los componentes habituales de las burbujas de precios: el endeudamiento desmedido. Tampoco puede olvidarse, en la esfera de los riesgos inmobiliarios e hipotecarios, que los consumidores se están orientado de forma progresiva hacia las hipotecas de tipo fijo que son ya tres de cada cuatro que se firman y el 48 % del stock hipotecario actual.

En España, se están observando subidas de precios interanuales de 10,1 % en vivienda nueva y del 8,2 % en segunda mano. Por una parte, por una demanda embalsada durante la pandemia. Por otra, fruto también de la falta de referencias de inversión en un mundo de tipos de interés nulos o negativos que ha hecho del mercado inmobiliario un objetivo prioritario.

En cuanto a la financiación empresarial, durante 2021 venía subiendo en tasa interanual de forma holgada por encima del 2 %. En 2022, a pesar de las tensiones e incertidumbres, mantiene crecimientos interanuales entre el 1 y el 1,7 %, con algunos picos altos y bajos debidos a la incertidumbre. En

todo caso, parece existir un terreno para esta financiación de empresas que tendrá especial importancia en el caso de las pymes y en el contexto del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia y de los Fondos Next Generation EU. Esta combinación de financiación público-privada puede coadyuvar a la recuperación económica pero no está exenta de incertidumbres. Entre otras, las que pueden derivarse de un incremento mayor del esperado de los costes de financiación, entre otros aspectos si se eleva el coste de la deuda soberana, ya que tiene importantes efectos de arrastre sobre el mercado privado de financiación.

Conclusiones

En un entorno de elevada incertidumbre los bancos centrales aparecen como la solución una vez más, pero son conscientes de que, si continúan los efectos exógenos por el lado de la oferta, la persistencia de la inflación no podrá frenarse fácilmente. Sus acciones están siendo más agresivas de lo que se esperaba precisamente por eso, para acomodar las expectativas del sector privado. También sucede que esa "inflación perdida", de la que se hablaba durante tanto tiempo, ha despertado también. Sorprende a las economías con el pie cambiado, realizando impulsos fiscales para relanzar su crecimiento tras la pandemia. Si la política monetaria restrictiva no puede cubrir todos los ángulos del crecimiento de precios y la fiscal va en la dirección expansiva, la lucha contra la inflación no será fácil.

En el terreno financiero, la normalización monetaria está llegando de una forma que no se esperaba. Se suponía que las subidas de tipos de interés iban a ser graduales y en un entorno de recuperación económica sostenido. Sin embargo, se están produciendo en un contexto de elevada incertidumbre y con cambios más acelerados de lo esperado. Estas sorpresas monetarias tendrán un efecto difícil de definir sobre el comportamiento financiero. Para los mercados está siendo un año complicado por la dificultad de discernir cuánto tiempo persistirá la inflación y el posible impacto de los riesgos geopolíticos. Esto se une, además, a un período en el que se esperaba un "cambio de composición" en las

carteras de inversión que ahora se acelera con las subidas de tipos de interés: una cierta huida de los activos de mayor riesgo (desde *startups* tecnológicas hasta criptoactivos) y una mayor participación en las carteras de valores más tradicionales como empresas energéticas o financieras.

En el caso de las entidades financieras, los efectos son también mixtos. Por un lado, parece llegar la esperada subida de tipos de interés que podría normalizar sus márgenes. Por otro, con una inflación tan elevada y riesgos macroeconómicos, las perspectivas de negocio son algo más inciertas, aunque seguirán siendo positivas mientras que no se observen efectos negativos sobre el empleo.

Referencias

Banco Central Europeo, BCE (2022a). Decisiones de política monetaria. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220609~122666c272.es.html

BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE (2022b). Statement after the ad hoc meeting of the ECB Governing Council. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220615~2aa3900e0a. en.html

Federal Reserve, Fed (2022). Transcript of Chair Powell's press conference – June 15, 2022. Disponible en: https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220615.pdf

El dilema de la política monetaria del BCE

Frik Jones*

El Banco Central Europeo (BCE) se enfrenta a un verdadero dilema, al intensificar el ritmo de retirada de los estímulos monetarios para hacer frente a una inflación desbocada, al tiempo que evita el riesgo de fragmentación de los mercados financieros de la eurozona y de una disrupción potencial del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Este reto se complica además por el hecho de que gran parte del potencial de disrupción está en la mente de los participantes. Para mantener su capacidad de moldear las expectativas de mercado, el Consejo de Gobierno del BCE necesita credibilidad, pero esta quedó en entredicho cuando tuvo que dar marcha atrás respecto a gran parte de lo comunicado vía forward guidance desde finales de 2021. Por suerte, el Consejo de Gobierno parece tener un plan, y dicho plan parece estar funcionando. Las dos próximas reuniones serán cruciales para calibrar cuánto de lo prometido está exactamente en disposición de poder cumplirse.

El 16 de diciembre de 2021, la presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde, anunció el plan del Consejo de Gobierno de liquidar el Programa de compras de emergencia frente la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) a finales del siguiente trimestre¹. Su mensaje fue cautamente optimista. La fase crítica de la emergencia pandémica había llegado a su fin y la recuperación de la economía de la eurozona había echado raíces. La inflación emitía ya signos de aceleración, pero el Consejo de Gobierno se mostraba convencido de la transitoriedad de las tensiones inflacionistas,

anticipando que a medio plazo la inflación se situaría por debajo del objetivo del 2 %, que constituye la definición de estabilidad de precios. Por tanto, cierta acomodación monetaria seguía siendo necesaria. De hecho, el Consejo de Gobierno planeaba ampliar sus compras netas en el marco del Programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), para suavizar la transición desde el PEPP. Las primeras subidas de los tipos oficiales no se producirían hasta que las compras netas dentro del APP hubieran finalizado. Con anterioridad a la reunión, Largarde dejó claro que los participantes del mercado no debían

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

¹ Para el texto de la declaración sobre política monetaria del 16 de diciembre de 2021 y la conferencia de prensa posterior, véase: https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is211216~9abaace28e.en.html.

Cuadro 1
Sucesivas proyecciones del BCE

	Fecha proyección	2021	2022	2023	2024
Inflación IAPC	Diciembre 21	2,6	3,2	1,8	1,8
	Marzo 22	2,6	5,1	2,1	1,9
	Junio 22	2,6	6,8	3,5	2,1
Crecimiento	Diciembre 21	5,1	4,2	2,9	1,6
PIB real	Marzo 22	5,4	3,7	2,8	1,6
	Junio 22	5,4	2,8	2,1	2,1

Fuente: Banco Central Europeo (https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ecana/html/table.en.html).

esperar esa clase de normalización de la política monetaria hasta después del siguiente año natural (véase Arnold y Lagarde, 2021).

Seis meses después, la inflación se había situado muy por encima del nivel anticipado por el Consejo de Gobierno del BCE (véase el cuadro 1). Esto se debió en parte a la invasión de Ucrania por Rusia y su consiguiente impacto en los precios de los alimentos y de la energía. Sin embargo, gran parte de las presiones inflacionistas estaba relacionada con la sorprendente resiliencia de las tendencias prebélicas, incluidas las continuas perturbaciones en las cadenas de suministro debidas a la pandemia. Llegados a este punto, era evidente para casi todos los miembros del Consejo de Gobierno que las altas tasas de inflación no merecían ser tratadas como "transitorias". Las propias estimaciones del BCE mostraron que la inflación permanecería por encima del objetivo del 2 % durante lo que restaba del horizonte de proyección. En consecuencia, Lagarde utilizó la reunión de política monetaria del 9 de junio para anunciar que las compras netas de activos en el marco del programa APP se suspenderían al final del segundo trimestre². También prometió que los tipos de interés aumentarían en 25 puntos básicos (pb) en la reunión del Consejo de Gobierno del 21 de julio. Y se comprometió con otra subida de tipos en la reunión de septiembre, admitiendo que podría ser superior a los 25 pb si las estimaciones revisadas

mostraban una inflación más alta de lo previsto. También insistió en que el Consejo de Gobierno no toleraría que esta "normalización" de la política monetaria generase disrupciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En la práctica, eso equivalía a prometer que el diferencial entre la deuda pública a largo plazo de los países de la eurozona se mantendría estable.

La cuestión ahora es si el Consejo de Gobierno podrá hacer compatibles sus objetivos de estabilidad de precios y de mantener el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

La reacción inicial de los mercados a este cambio en la política del Banco no fue inmediatamente favorable. Muchos participantes del mercado se quejaron de que el Consejo de Gobierno iba demasiado por detrás de la curva de una inflación desbocada. Temían que el BCE permaneciese demasiado comprometido con su forward guidance y fuese demasiado tímido en el ritmo de retirada de la acomodación monetaria. Como resultado, aducían estos participantes del mercado, Lagarde corría un riesgo real de perder el control sobre las expectativas de inflación. De ser así, no afrontaría otro periodo sostenido de inflación alta como el que muchos países europeos experimentaron en la década de los

² Para el texto de la declaración sobre política monetaria del 9 de junio de 2022 y la conferencia de prensa posterior, véase: https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2022/html/ecb.is220609~abe7c95b19.en.html

Gráfico 1

Diferencial del bono italiano a 10 años sobre el alemán

(En puntos básicos)



Fuente: Il Sole 24 Ore.

setenta. En su lugar, tendría que realizar una corrección de su política mucho más radical en el futuro cercano a medida que el Consejo de Gobierno sobrecorregía sus propios errores. Dicho ajuste de política sería muy desfavorable para los países altamente endeudados, con Italia como principal elemento de inquietud. De ahí que los participantes de mercado empezasen a especular en contra de los precios de la deuda soberana italiana a largo plazo, provocando con ello la ampliación del diferencial de rendimiento entre los bonos italianos y los alemanes. Esta sucesión de acontecimientos amenazó con trastocar el mecanismo de transmisión monetaria. El Consejo de Gobierno respondió con la convocatoria de una reunión ad hoc o de urgencia el 15 de junio. A la salida de esa reunión, el Consejo de Gobierno prometió que haría lo que fuese necesario para alcanzar sus objetivos sin romper la unión monetaria de Europa³. Los detalles de un nuevo instrumento contra la fragmentación no fueron desvelados, pero los participantes del mercado reaccionaron con tranquilidad y el diferencial soberano descendió a resultas de ello (véase el gráfico 1). La cuestión ahora es si el Consejo de Gobierno podrá hacer compatibles sus objetivos de estabilidad de precios y de mantener el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

Secuencia

Para comprender la complejidad del reto, es útil revisar la secuencia que el Consejo de Gobierno anunció como parte de su forward quidance para la normalización de la política monetaria del BCE. El plan inicial era reducir las compras netas tanto dentro del PEPP como del APP, para a continuación seguir vigilando la evolución de la actividad económica hasta que la inflación esperada fuese convergiendo o excediese marginalmente del nivel del 2 % anual a lo largo del horizonte de proyección, antes de empezar a subir los tipos de interés. Durante ese proceso, el Consejo de Gobierno seguiría reinvirtiendo el principal de los bonos que vencieran en sus posiciones existentes. En paralelo, el BCE iría eliminando la tercera ronda de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), introducidas durante la pandemia para estimular a los bancos a

³ La declaración posterior a la reunión *ad hoc* puede encontrarse aquí: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220615~2aa3900e0a.en.html.

conceder créditos a las empresas a tipos de interés ventajosos.

La secuencia descrita es importante por dos motivos. El primero es de naturaleza redistributiva. Cualquier aumento de los tipos de interés oficiales se traducirá inmediatamente en una presión a la baja en los precios de los bonos. Si el BCE siguiese realizando compras netas de activos en tal entorno, como explicó la miembro del Comité Ejecutivo del BCE, Isabel Schnabel, el pasado noviembre, "los bancos centrales estarían aceptando voluntariamente pérdidas en sus balances que en última instancia se trasladarían a pérdidas para el contribuyente de a pie, y la continuación de las compras netas de activos beneficiaría sobre todo a las familias de rentas más altas" (véase Schnabel, 2021). Por supuesto, tales pérdidas solo se producen en la medida en que los bancos centrales traten de vender sus tenencias de bonos antes de que llegue su vencimiento. Así es como interactúan los aumentos de los tipos oficiales con las decisiones de reinvertir el principal que vence de cualquier posición en lugar de permitir que el balance del banco central disminuya de tamaño. También sugiere los retos asociados a las decisiones de reasignación de cartera consistentes en vender un grupo de activos antes de su vencimiento para reforzar las posiciones (y, por tanto, la demanda) de otros activos —en particular de países diferentes—. Dado que los bancos centrales nacionales mantienen los riesgos asociados a sus compras de valores originados en su propio país, incluidos los bonos gubernamentales, las ganancias y pérdidas resultantes de cualquier decisión de reasignación de cartera tienen importantes implicaciones redistributivas entre gobiernos y familias.

El segundo motivo de la secuencia tiene que ver con la efectividad. Aumentos de los tipos de interés del BCE ayudan a retirar liquidez del mercado y, por tanto, a reducir la acomodación monetaria. Esto tiene lugar a través de dos canales: el primero es mecánico y tiene que ver con la forma en que los bancos trasladan los costes de cumplir sus propios requerimientos de liquidez vía el mercado interbancario.

El segundo es psicológico y guarda relación con el modo en que los participantes del mercado especulan en contra de los movimientos del precio de los activos según las implicaciones que anticipen de las decisiones de política futura para la evolución macroeconómica y del mercado. A este último se le denomina también el canal de las expectativas. El grado y la suavidad con la que cualquier variación de los tipos oficiales logre retirar la acomodación monetaria y por tanto frenar el ritmo de la actividad económica y, consiguientemente, la inflación, depende de la magnitud del impacto que tenga a través de ambos canales.

Dado que los bancos centrales nacionales mantienen los riesgos asociados a sus compras de valores originados en su propio país, incluidos los bonos gubernamentales, las ganancias y pérdidas resultantes de cualquier decisión de reasignación de cartera tienen importantes implicaciones redistributivas entre gobiernos y familias.

Las TLTRO fueron eficaces para cortar la transmisión mecánica de los aumentos de los tipos oficiales a través del sistema bancario, porque los bancos pueden utilizar estos préstamos a tipos ventajosos a largo plazo para cumplir sus requerimientos de liquidez, al menos durante los meses siguientes. El primer tramo de estos préstamos frente a la pandemia fue de 1,3 billones de euros y solo vencerá a finales de junio de 2023. Otros 700.000 millones de euros vencen en plazos trimestrales incrementalmente hasta el final de junio de 2024. Los dos últimos tramos -de 98.000 millones y de 52.000 millones de euros- se extinguirán a finales de ese año. Este enorme excedente de liquidez explica por qué muy pocos bancos en la eurozona tratan de cumplir sus requerimientos regulatorios de liquidez bien acudiendo al mercado interbancario, bien a través de las Operaciones principales de financiación del BCE. Por ejemplo, los bancos de la eurozona solo tomaron prestados 700.000 millones de euros en la subasta semanal de liquidez celebrada el 22 de junio4.

⁴ El BCE publica datos relativos a sus operaciones de mercado abierto aquí: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html.

Cuando los bancos de la eurozona no obtienen su liquidez a un coste cercano al tipo principal de financiación del BCE, cualquier movimiento en ese tipo no tendrá una traducción mecánica en los costes de financiación. Esto no significa que una subida de tipos tenga un impacto nulo. Al contrario, los bancos no solo modifican el coste del crédito a los clientes como respuesta a las subidas de los tipos de intervención, sino que también se anticipan a ellas. Los bancos llevan subiendo el coste de las hipotecas de forma consistente durante los últimos seis meses, empujando al BCE a alertar de una posible caída de los precios de la vivienda (véase Arnold, 2022). Lo que se debe subrayar es que este impacto es en gran medida psicológico, y refleja la evaluación que realiza el mercado de lo que las actuaciones de política del BCE significan para los precios futuros de los activos. Además, debido a que estas evaluaciones del mercado se forman en base a varios factores diferentes, este canal psicológico o de expectativas es relativamente más volátil que la influencia mecánica de los cambios en la política monetaria, puesto que opera a través de la necesidad de los bancos de cumplir sus requisitos de mantenimiento de liquidez regulatoria por medio del mercado interbancario.

La secuencia original del BCE para la retirada de su posición de política monetaria no convencional iba dirigida a minimizar tanto las sensibilidades políticas en torno a las grandes tenencias de activos del banco central como las restricciones implícitas que surgirían si el BCE tuviera que reducir o reestructurar su balance. Dicha secuencia también pretendía restablecer la transmisión mecánica de los cambios en la política monetaria, al tiempo que aportaba indicaciones claras a los participantes de mercado para configurar sus expectativas sobre cómo incidiría la normalización de la política monetaria en los precios futuros de los activos. En esencia, la estrategia perseguía asegurar que el Consejo de Gobierno maximizase tanto su flexibilidad como su efectividad. Ambos elementos tenían su importancia; nadie pensó que la retirada de la política no convencional por el BCE fuera a ser tarea fácil (véase Jones, 2017). La enorme expansión del balance del BCE, sumada al endeudamiento de los gobiernos durante la pandemia, no ha hecho más que incrementar el grado de complejidad.

Aceleración

Por desgracia, el ritmo de los acontecimientos se ha acelerado más allá de lo esperado. En consecuencia, gran parte de la secuencia anunciada por el Consejo de Gobierno en su forward quidance parece estar desmontándose. El BCE va a cancelar las compras netas de activos antes de empezar a aumentar los tipos de intervención, pero solo por un estrecho margen de tiempo, y el enorme excedente de liquidez creado por las TLTRO sigue estando ahí. Lo que es peor, los participantes del mercado reaccionaron inicialmente a la aceleración del endurecimiento de la política monetaria especulando que algunos activos sufrirían descensos de precios más drásticos que otros. Esa es la razón de que los diferenciales entre la deuda pública italiana y alemana empezasen súbitamente a ampliarse. Dicho movimiento amenazó con perturbar la transmisión mecánica de las variaciones de la política monetaria, creando una división entre los mercados interbancarios italiano y alemán. Puede que esos mercados no sean necesarios para las operaciones de inyección de liquidez rutinarias en el sistema bancario en este momento, pero son esenciales si el BCE quiere conseguir eliminar sus TLTRO sin generar tensiones financieras significativas en Italia. Por tanto, era necesario para el Consejo de Gobierno tranquilizar a los mercados de que cualquier movimiento relativo en los precios de la deuda pública italiana y alemana podría contenerse lo suficiente para que el mercado interbancario transfronterizo funcionase de forma eficiente durante los próximos dos a tres años. Esa es la razón que llevó al Consejo de Gobierno a celebrar una reunión ad hoc extraordinaria el 15 de junio.

Esta aceleración de los acontecimientos ha cuestionado la efectividad de la política del BCE. La promesa de crear algún tipo de instrumento "antifragmentación" para mantener unidos los mercados interbancarios europeos parece haber tenido éxito, tanto en el plano psicológico como en términos más mecánicos. Los participantes del mercado están dispuestos a aceptar que el Consejo de Gobierno sabe lo que se trae entre manos y que hará lo que haga falta para preservar el mecanismo de transmisión monetaria.

El reto ahora para el Consejo de Gobierno es abordar las implicaciones distributivas señaladas por Isabel Schnabel, tanto entre familias como entre gobiernos de los distintos países. Para comprender por qué, imaginemos a lo que tendría que responder dicho instrumento antifragmentación si un aumento de la especulación provocase una nueva ampliación del diferencial de la deuda soberana italiana respecto al bono alemán. Existe aquí un importante debate sobre condicionalidad que esta discusión pasa por alto. Los gobiernos que reciban apoyo bajo tal programa deberían demostrar que no se encuentran expuestos al riesgo moral; pero de qué modo debería plasmarse en la práctica esa demostración es argumento para otro debate. En su lugar, el foco está en identificar las ganancias y pérdidas relativas.

La promesa de crear algún tipo de instrumento "antifragmentación" para mantener unidos los mercados interbancarios europeos parece haber tenido éxito, tanto en el plano psicológico como en términos más mecánicos. Los participantes del mercado están dispuestos a aceptar que el BCE sabe lo que se trae entre manos y que hará lo que haga falta para preservar el mecanismo de transmisión monetaria.

La primera línea de defensa sería redistribuir la reinversión del principal de las posiciones del PEPP de 1,7 billones de euros desde bonos que cotizan a precios relativamente altos hacia bonos que sufren presiones en los mercados. Según información de Bloomberg Business, cada mes vencen alrededor de 17.000 millones de euros en activos de ese programa, de los que 12.000 millones podrían ser redirigidos (véase Randow y Migliaccio, 2022). Este volumen es pequeño en relación con los 20.000 millones de euros de compras netas mensuales de activos que finalizarán, pero es considerable en relación con la proporción de compras dirigidas a los países que podrían ser objeto de la especulación del mercado. Este compromiso es suficiente para restablecer el statu quo hasta el final de 2024, que es el plazo durante el que el BCE espera seguir reinvirtiendo el principal que venza de sus compras del

PEPP. El resultado neto sería redistribuir posiciones desde un grupo de países a otro, a fin de impulsar los precios de la deuda pública (y, por tanto, forzar la caída de los costes de financiación relativos) para el grupo objetivo. Tales consecuencias distributivas serían importantes, pero también proporcionales a la necesidad de sostener el mecanismo de transmisión monetaria —sobre todo dados los retos asociados a la retirada de las ventajosas TLTRO introducidas durante la pandemia—.

La siguiente línea de defensa consistiría en reforzar las compras de activos que sufren la especulación en los mercados anticipando la venta de posiciones de aquellos que no la sufren. Esto se vuelve más complicado porque cualquier venta de activos antes de que venzan tendría que efectuarse en los mercados secundarios y, por tanto, se produciría por debajo del valor nominal que los bonos otorgan al tenedor a su vencimiento. El resultado sería trasladar pérdidas a los bancos centrales (y, por consiguiente, a los contribuyentes) de los gobiernos que vendiesen sus posiciones anticipadamente en beneficio de los bancos centrales (y gobiernos) de aquellos países acuciados por la especulación. Las ganancias no solo se materializarían en términos de unos precios altos de los bonos, sino también en el rendimiento al vencimiento de los activos que se adquieran. Podría ser posible mitigar esta discrepancia anticipando la redistribución de la cartera a lo largo del tiempo en lugar de casar ("macheando") nuevas compras con las ventas anticipadas. No obstante, esto aumentaría la liquidez e iría, por tanto, en contra de la normalización de la política monetaria (y de la retirada de la acomodación monetaria) necesaria para combatir la inflación. De ahí que sea más probable que el Consejo de Gobierno necesite "esterilizar" cualquier compra neta de activos de países que sufran especulación con ventas de otras partes de su cartera de activos para mantener la consistencia de su objetivo de promover la estabilidad de precios.

La proporcionalidad de esta segunda línea de defensa es más controvertida, dadas las mayores consecuencias distributivas que lleva aparejadas. Con todo, el BCE ha sido claro en afirmar que no hay *a priori* objeción alguna a esta clase de instrumento. Esa es la conclusión de la reunión *ad hoc* del Consejo

de Gobierno. Como resultado, los participantes del mercado afrontan una alta incertidumbre en sus conjeturas sobre cómo de agresivo podría ser el BCE en su compromiso con esta línea de defensa. Si la especulación se ha calmado tras la celebración de esa reunión, es porque pocos en los mercados se atreven a subestimar el compromiso del Consejo de Gobierno. Hasta la fecha, el instrumento "antifragmentación" del BCE puede calificarse de éxito en cuanto a moldear las expectativas del mercado en dicha dirección.

Más allá de la política

El reto llegará si el Consejo de Gobierno necesita pisar el acelerador en el proceso de normalización de la política monetaria. Esto se plasmaría o bien en una subida más veloz del tipo de intervención o bien en la reconsideración del ritmo al que reducir el tamaño de su balance, tanto en términos del PEPP como de sus demás tenencias de activos acumuladas. En este entorno, las expectativas de mercado sobre la fortaleza relativa de los precios de la deuda pública dependerán de muchos factores más allá del compromiso del Consejo de Gobierno --porque los gobiernos en Europa afrontan retos macroeconómicos muy diferentes y se sostienen gracias a coaliciones políticas igualmente heterogéneas—. A la vista de tales circunstancias, cierta diferenciación en los precios de la deuda pública está justificada, y la tentación de los mercados será encontrar exactamente cuánta variación estará dispuesto a tolerar el Consejo de Gobierno.

Las consecuencias distributivas de la aceleración de la normalización de la política monetaria también se volverían más importantes. Aquí la observación de Schnabel adquiere un carácter crítico, porque adelgazar el balance del BCE mientras simultáneamente eleva los tipos de interés provocará pérdidas a los bancos centrales —en especial si la estructura y el ritmo de esa consolidación de balance depende de la enajenación de activos antes de que venzan—. Esto podría exigir una tercera línea de defensa para redistribuir las pérdidas entre posiciones nacionales a fin de compensar la distribución de las ganancias que surjan de la operación de cualquier instrumento antifragmentación, sea este real o implícito.

El error sería presumir que el problema que afronta el BCE es de índole puramente, o siguiera principalmente, política. Existe una clara tensión entre la necesidad del Consejo de Gobierno de estabilizar el mecanismo de transmisión monetaria y su capacidad para moldear la trayectoria de la inflación actual y esperada. Esa tensión emerge de cómo la normalización de la política monetaria interactúa con la manera en que la política incide en los mercados, tanto mecánicamente como a través de la psicología de los participantes del mercado. El Consejo de Gobierno ha construido un delicado equilibrio en términos de convencer a los participantes del mercado de mantener sus expectativas sujetas. Lo que el Consejo de Gobierno haga en las próximas reuniones de julio y septiembre determinará la efectividad global de su política.

Referencias

Arnold, M. (2022). ECB Warns a House Price Correction Is Looming as Interest Rates Rise. *Financial Times* (25 May 2022). Disponible en: https://www.ft.com/content/4ca7ff91-35bc-428e-8690-e3617afab47c

Arnold, M. y Lagarde, CH. (2021). Says EU Inflation Passing "Hump" and 2022 Rate Rise "Very Unlikely". *Financial Times* (3 December 2021). Disponible en: https://www.ft.com/content/dfd205bd-bb19-46f2-9a75-47af00a843b5.

JONES, E. (2017). Ahora toca lo difícil: retirada de las políticas monetarias no convencionales del Banco Central Europeo. Cuadernos de Información Económica, 258 (mayo-junio), pp. 93-103. Disponible en: https://www. funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/ FUNCAS_CIE/258art09.pdf

Randow, J. y Migliaccio, A. (2022). ECB Likely to Offset Bond Buying under New Crisis Tool. *Bloomberg Business* (16 June 2022).

Schnabel, I. (20221). Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at a virtual conference on *Diversity and Inclusion in Economics, Finance, and Central Banking*, Frankfurt am Main, 9 November 2021. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211109_2~cca25b0a68.en.html.

La curva de tipos y el nexo bancos-deuda pública

Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez*

El tensionamiento de las curvas de tipos de interés tiene importantes implicaciones para la banca. En primer lugar, y con un efecto netamente positivo, dicho tensionamiento de los tramos largos de la curva anticipa un horizonte de elevaciones de tipos cortos que permite superar la "travesía por el desierto" de más de un lustro con los tipos en terreno negativo y con la consiguiente presión a la baja sobre los márgenes bancarios. En el otro lado de la balanza, ante una de subida de tipos, cabe anticipar dos efectos adversos para la banca. El primero, con un carácter muy abierto e incierto, se refiere al potencial impacto adverso que tendrán sobre la capacidad de pago de hogares y empresas y, por tanto, sobre su morosidad futura. Por otro lado, y de forma mucho más directa e inmediata, el tensionamiento de las curvas de tipos va a provocar importantes pérdidas de valor en las tenencias de deuda pública, con reminiscencias del fatídico círculo vicioso entre riesgos bancarios y soberanos que se desató en la eurozona entre 2010 y 2012. La situación actual en términos de ese nexo bancos-deuda pública del sistema bancario español está mitigada por una menor sensibilidad a la curva que en el caso europeo, así como en términos de menor afloración contable en resultados.

La curva de tipos anticipa mejoras en el margen de intermediación

Las curvas de tipos de interés en Europa y Estados Unidos han registrado importantes movimientos al alza, anticipando actuaciones tensionadoras de los bancos centrales ante una inflación que cada vez muestra más síntomas de cronificación y de traslado a efectos de segunda ronda. La escalada de precios energéticos y de materias primas provocada por el conflicto de Ucrania, ha prolongado y acelerado ese repunte y la generalización de una inflación que ya había comenzado a desbordarse a mediados del pasado año, cuando la salida de la pandemia puso al descubierto un claro desequilibrio entre una demanda desbocada y una oferta restringida por los cuellos de botella generados por los cierres y confinamientos.

^{*} Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Evolución del Ibex bancos y de la TIR del bono alemán a 10 años

lbex bancos (Base 100 = 31/12/2022). TIR del bono alemán a 10 años (en porcentaje)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

Ese repunte de tipos fue inicialmente muy bien acogido por las valoraciones de los bancos, en la medida en que vislumbraban un horizonte de finalización del escenario de tipos cero o negativos que había estado en vigor durante más de un lustro y que tan dañinos han resultado para el margen de intermediación minorista, como habíamos puesto de manifiesto en algunos artículos anteriores en esta misma revista.

En este sentido, el propio Banco Central Europeo (BCE) reconoce que una normalización de los tipos de interés sería altamente beneficiosa para el margen de intermediación de la banca europea. Concretamente, en su último *Financial Stability Review* (BCE, 2022) realiza una simulación del potencial impacto que un desplazamiento de 2 puntos porcentuales de forma paralela en toda la curva de tipos de referencia tendría sobre el margen de las entidades de crédito europeas.

Para una muestra de 80 entidades significativas, el BCE estima que dicho impacto sería claramente positivo, de una magnitud tal que aportaría entre 2 y 4 puntos porcentuales de retorno sobre el capital (*ROE*). Dentro de ese rango de sensibilidad a elevaciones de tipos, la banca española se encontraría en la parte alta, en la medida en que en nuestro país

existe un elevado peso de créditos concedidos a tipo de interés variable.

Sin duda alguna, la anticipación de ese favorable efecto sobre el margen de intermediación es lo que estaba detrás del buen comportamiento en bolsa de los bancos europeos en paralelo con el repunte del bono alemán (ver gráfico 1), sin duda el exponente más puro de expectativas futuras de tipos de corto plazo.

Esa positiva respuesta de las valoraciones de los bancos a los repuntes de la curva de tipos se ha moderado sustancialmente en los últimos meses, e incluso ha habido momentos en los que se ha revertido, dando lugar a una relación bancos—deuda pública bastante más compleja que la atribuible exclusivamente a las favorables expectativas de recuperación del margen de intermediación.

Por un lado, la intensificación y cronificación de las presiones inflacionistas incorpora crecientes temores a daños en el crecimiento económico, tanto por el propio deterioro que la inflación supone sobre la capacidad de consumo de los hogares, como por los efectos que unos niveles de tipos más elevados tendrían sobre las empresas y familias más endeudadas.

En este sentido, el mencionado *Financial Stability Review* del BCE (2022) también realiza un ejercicio de sensibilidad a deterioros en el crecimiento e inflación provocados por el *shock* energético, y su traslación a potenciales deterioros de crédito. En particular, estima que las probabilidades de impago podrían incrementarse entre 3 y 5 puntos porcentuales en el horizonte de los dos próximos años, si bien con rangos muy abiertos entre sectores y sometidas dichas estimaciones a una incertidumbre que hace necesaria una permanente revisión de las mismas.

Carteras de deuda pública en los balances bancarios

Junto a ese deterioro potencial de activos crediticios que podría derivarse de una curva de tipos tan tensionada (o, más bien, del subyacente inflacionista implícito en la misma), hay otro factor adicional que, de forma más directa e inmediata, vincula los repuntes de la curva con la valoración de los bancos, y es la tenencia de carteras de deuda pública (y renta fija, en general) en los balances bancarios. Ante el repunte de tipos, estas carteras van a ver reducirse significativamente sus valores de mercado, provocando impactos en el sector bancario, bien a nivel de cuenta de resultados, de patrimonio o simplemente en valor económico, en función de la clasificación contable de dichas tenencias de deuda.

Esa interacción entre el deterioro de valor de la deuda pública y sus impactos en los bancos tuvo un especial protagonismo en la crisis financiera de 2010–2012, dando lugar a lo que se denominó "bucle diabólico" haciendo referencia al nexo entre riesgos soberanos y bancarios, que sin duda alguna fue un factor acelerador y amplificador de la crisis financiera en la eurozona. En este sentido, la creación de la Unión Bancaria obedeció en buena medida al intento de inmunizar ese nexo, de tal manera que la percepción de riesgo y solvencia de cualquier banco no se viese afectada por el grado de endeudamiento público del Estado sede del banco.

Pues bien, cuando parecía que dicho nexo bancos—soberanos era algo totalmente superado, las crisis de los últimos dos años, en referencia a la pandemia y la guerra, vuelven a poner este elemento en el foco de atención, si bien con un potencial disruptivo mucho menor que en la crisis financiera anterior.

En este caso, ha sido el Fondo Monetario Internacional (FMI), en su reciente informe semestral Global Financial Stability Rreview (FMI, 2022), quien primero ha rescatado dicho nexo, si bien acotado fundamentalmente a economías emergentes. Concretamente, el FMI dedica un capítulo especial a cómo la pandemia ha hecho aflorar ese nexo de manera especialmente intensa en las economías emergentes, en la medida en que las importantes emisiones de deuda pública necesarias para financiar los programas de apoyo ante la pandemia han sido absorbidas en una importante magnitud por la banca local. Como resultado, de acuerdo con los datos publicados por el FMI, dicha banca local ha visto incrementadas sensiblemente sus tenencias de deuda pública hasta niveles entre el 15 % y 20 % de sus activos totales.

El riesgo de fragmentación entre los diferentes mercados de deuda pública nacionales puede derivarse de una actuación del BCE excesivamente agresiva en cuanto a su retirada de estímulos. Esta divergencia en los diferenciales entre unos y otros países se ha acelerado de forma notable en las últimas semanas y constituye una de las mayores fuentes de preocupación del BCE, como efecto colateral indeseable de su política de normalización monetaria.

Sin embargo, ese no ha sido el caso en las principales economías avanzadas (Europa y EE. UU., sobre todo), en la medida en que en ellas el principal comprador de la nueva deuda pública emitida ha sido el correspondiente banco central (Reserva Federal, BCE, o Banco de Inglaterra), en el marco de sus programas de compra de activos asociados al *quantitative easing*. Como consecuencia, según el mencionado estudio del FMI (2022), en las economías avanzadas es sustancialmente menor el peso de las tenencias de deuda pública en los balances bancarios

Cuadro 1
Sector bancario: tenencias de deuda soberana a cierre de 2021

(Miles de millones de euros)

	España	Europa
Total	468	3.181
Peso sobre activos (porcentaje)	13	12
Sesgo doméstico (porcentaje)	53	52
Deuda pública doméstica	248	1.654
Peso sobre activos (porcentaje)	7	6

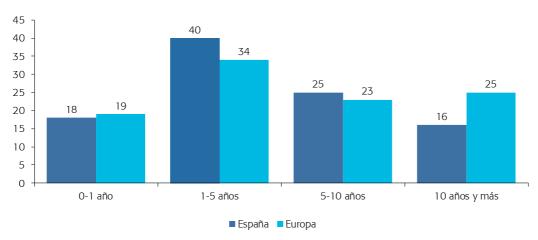
Fuente: Afi a partir de Risk Dashboard, 4T2021 (EBA).

Ello no es óbice para que el propio FMI proponga reabrir un viejo debate sobre el tratamiento regulatorio a las tenencias de deuda pública en los balances bancarios, bien mediante la consideración de requerimientos de capital diferenciales en función del *rating* soberano, o mediante los requisitos sobre concentración de riesgos, que pudieran limitar la presencia de deuda pública del país local.

Por otra parte, y ateniéndonos al caso europeo, hay que considerar un factor adicional de potencial perturbación en ese nexo bancos—soberano, que no es otro que el riesgo de fragmentación entre los diferentes mercados de deuda pública nacionales que puede derivarse de una actuación del BCE excesivamente agresiva en cuanto a su retirada de estímulos, especialmente con la finalización del programa de compras (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, *PEPP*), que daba un mayor margen para ir más allá de la pura cuota de país a la hora de comprar deuda pública de unos países u otros.

Esos riesgos de fragmentación son destacados por el propio BCE que resalta cómo, ante elevaciones de tipos del ancla por excelencia como es el bund alemán, los diferenciales soberanos de los

Gráfico 2 **Distribución por vencimientos de la cartera de deuda pública** (En porcentaje)



Fuente: Afi a partir de Risk Dashboard, 4T2021 (EBA)

Cuadro 2

Distribución de la deuda pública por carteras contables

(En porceptaie)

	España	Europa
Cartera de negociación	10	14
Valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	0	1
Valor razonable con cambios en patrimonio neto	29	23
Coste amortizado	60	58

Fuente: Afi a partir de Risk Dashboard, 4T2021 (EBA).

Estados miembros aumentan de forma heterogénea, siendo dichos incrementos más acusados en los Estados con mayor endeudamiento público. A este respecto, cabe destacar que esa divergencia entre los diferenciales de unos y otros países, se ha acelerado de forma notable en las últimas semanas y constituye una de las mayores fuentes de preocupación del BCE, como efecto colateral indeseable de su política de normalización monetaria.

En dicho contexto, se hace más necesario que nunca analizar la situación de la banca española, especialmente en contraste con la banca europea, en términos de sus tenencias de deuda pública doméstica, su sensibilidad a movimientos de la curva correspondiente y potenciales impactos contables, en función de la clasificación de las carteras de inversión.

A cierre de diciembre de 2021, y según datos publicados por el Risk Dashboard de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), el conjunto de la banca española mantenía 468.000 millones de euros en la cartera de deuda pública, de los cuales el 53 % se correspondía con exposiciones a España, lo cual supone unos 248.000 millones de euros aproximadamente. A nivel europeo, este porcentaje se reduce muy ligeramente, siendo un 52 % de las tenencias de deuda soberana el que se corresponde con exposición doméstica (EBA, 2021). En términos de relevancia sobre el total del balance bancario, el peso de esas tenencias de deuda pública doméstica es prácticamente igual que la media europea -- solo 1 punto superior --, como se puede comprobar en el cuadro 1.

Frente a ese peso ligeramente superior en España de la deuda pública doméstica, hay dos factores que mitigan sensiblemente el riesgo comparativo de la banca española frente a la europea en términos de exposición al deterioro de dichas carteras (nexo bancos—soberano). Uno de ellos es el vencimiento medio de las carteras de deuda pública, menor en España que en Europa, como puede comprobarse en el gráfico 2.

La situación actual en términos del nexo bancos deuda pública del sistema bancario español está mitigada por una menor sensibilidad a la curva que en el caso europeo, así como en términos de menor afloración contable en resultados.

Sobre dicha estructura de vencimientos publicada por la EBA se estima que la duración media de las carteras de deuda pública en los bancos españoles es de aproximadamente 4,1 años frente a 4,7 años en el caso de la banca europea. Esa menor duración en el caso de las carteras de deuda pública de la banca española permitiría compensar la mayor exposición (mayor peso sobre balance), así como el hecho de que el incremento de la curva haya sido algo mayor en el caso de la deuda pública española que en la media europea.

Por otro lado, cabe destacar como segundo factor de mitigación de los efectos adversos de valoración de las carteras de deuda pública en los bancos españoles, la clasificación contable de dichas tenencias de deuda. Como puede comprobarse en el cuadro 2, en el caso español el porcentaje de la deuda pública que se mantiene en carteras de negociación es mucho más reducido (10 %, frente a 14 % en la media europea). Dicha cartera es sin duda alguna la que arroja un mayor componente de volatilidad en la medida en que implica que el impacto derivado de las variaciones de valor de dichas carteras se recoja directamente en cuenta de resultados. Otro 29 % en el caso español (23 % en el europeo) tendría su reconocimiento en patrimonio, mientras que el grueso de las carteras de deuda pública se mantiene a coste amortizado (60 %). Este hecho constituye un claro elemento de mitigación de los potenciales efectos negativos

de la subida de tipos en la medida en que, la clasificación del grueso de la inversión en deuda en dicha cartera de coste amortizado, implica que los potenciales ajustes de valor no tengan un reconocimiento contable inmediato ni en el patrimonio ni en la cuenta de resultados de las entidades.

Referencias

BCE (2022). Financial Stability Review, mayo.

EBA (2022). Risk Dashboard, Q4 2021, abril.

FMI (2022). Global Financial Stability Report, mayo.

Cambios en la estructura de ingresos de la banca española

Joaquín Maudos*

El escenario de tipos de interés tan reducidos, e incluso negativos, en el que hemos vivido hasta hace poco ha presionado el margen de intermediación del sector bancario, obligándole a buscar fuentes alternativas de ingresos para intentar conseguir la rentabilidad que exige el inversor. El margen de intereses alcanzó un mínimo histórico del 0,8 % del activo en 2021, disminuyendo su peso en los ingresos totales al 49 %. En paralelo, aumentó la aportación de las comisiones, hasta representar el 31 % del total de ingresos. También ha cambiado la composición de los ingresos por intereses, perdiendo relevancia los que aportan los préstamos y aumentando los de la renta fija; y de las comisiones bancarias, con pérdida de importancia de las que se generan por servicios de cobro-pago y aumento de las que aportan la comercialización de activos de terceros, como fondos y seguros. En comparación con la banca europea, destaca en España el mayor (menor) peso de los ingresos por intereses (comisiones), siendo las comisiones unitarias (como porcentaje del activo) similares a las que aplica la banca de la eurozona.

En los últimos años hemos sido testigos de un largo periodo de tipos de interés muy reducidos que incluso se han situado en terreno negativo hasta hace bien poco. De hecho, el euríbor ha estado en ese territorio desde febrero de 2016 a marzo de 2022, como consecuencia sobre todo del carácter ultraexpansivo de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Esos tipos negativos durante tantos años han presionado a la baja al margen con el que intermedia la banca, situándolo en 2021 en un mínimo histórico en España del 0,8 % del activo. En ese contexto, la banca ha tenido que recurrir a

otros ingresos para intentar situar la rentabilidad en el nivel que le exige el inversor, como son sobre todo los ingresos por comisiones, que cada vez aportan un mayor porcentaje del total de los ingresos del sector. Además, la estructura de ingresos también cambia según lo hace el modelo de negocio, siendo menor la aportación de los ingresos por intereses conforme disminuye el peso de los créditos en el balance.

En paralelo a la reducción del margen de intermediación, hay otros factores que también han

^{*} Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, director adjunto de investigación del Ivie y colaborador del CUNEF.

presionado a la baja la rentabilidad de la banca en los últimos años, como el intenso desendeudamiento que ha realizado el sector privado y cuyo reflejo es una caída en el stock vivo de crédito del 35 % desde 2008, lo que en valor absoluto implica una pérdida de negocio de 659.000 millones de euros. Ha sido de tal magnitud ese desapalancamiento, que en la actualidad el peso del crédito al sector privado residente es del 41 % (mínimo valor desde hace décadas), casi 20 puntos por debajo del que tuvo antes de la crisis financiera en 2007. También ha aumentado el coste que conlleva cumplir con los exigentes requisitos de la regulación del capital. Por todo ello, la rentabilidad de la banca en su negocio doméstico en España se ha situado por debajo del coste del capital en los últimos años, incluso en 2021 que ha sido un año de clara recuperación de la rentabilidad. Pero, aun así, la rentabilidad de los recursos propios (ROE) acabó el año 2021 en el 6,9 %, por debajo del coste del capital. En cambio, a nivel consolidado (que incluye el negocio de las filiales en el exterior), la ROE (11,3 %) ha superado ese coste que exige el inversor, aunque no por la rentabilidad de la actividad de explotación, sino por las menores provisiones realizadas tras el intenso saneamiento de 2020 para anticipar el impacto de la crisis del COVID-19.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la evolución de la estructura de ingresos de la banca española. Para ello se examinan los distintos tipos de ingresos que componen la cuenta de resultados, tanto en el negocio doméstico en España como a nivel consolidado incluyendo el negocio de las filiales en el exterior. El periodo analizado cubre desde el inicio de la crisis financiera de 2008 hasta 2021, ya tras el impacto de la pandemia.

Evolución y composición de los ingresos del sector bancario español

El periodo de tipos negativos en la eurozona como consecuencia de la política monetaria expansiva del BCE comenzó en junio de 2014 para la facilidad de depósito, lo que ha sometido a presión al margen con el que intermedian los bancos. Así, en el negocio doméstico, el margen de intereses de la

banca española que era el 1,19 % de los activos totales medios (ATM) en 2008, cayó hasta alcanzar un mínimo histórico del 0,8 % en 2021, lo que implica que desde 2016 (año en el que el euríbor a 12 meses entró en terreno negativo) el margen de intereses es insuficiente para cubrir los gastos de explotación (en 2021, cubren el 88 %). Por ello, la banca tiene que recurrir a otro tipo de ingresos distintos al cobro de intereses, siendo el más importante las comisiones bancarias.

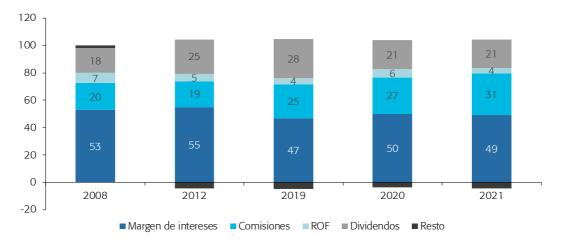
Como muestra el gráfico 1, si en 2008 los ingresos netos por intereses aportaban el 53 % del total de ingresos netos (margen bruto) de la banca en su negocio en España, en 2021 el porcentaje ha caído al 49 %. En paralelo, ha aumentado el peso de las comisiones, alcanzando un 31 % en 2021, la mayor aportación desde 2008. El peso de las comisiones lleva aumentando de forma ininterrumpida desde 2009, desde el 19 % de aquel año hasta el 31 % en 2021.

Respecto al resto de ingresos, los rendimientos del capital (dividendos) presentan una mayor volatilidad al depender en mayor medida del ciclo económico, ya que dependen de la rentabilidad de las empresas. Así, en 2009, año de profunda crisis económica donde el PIB cayó en España un 3,7 %, los dividendos solo aportaron el 12 % de los ingresos netos, mientras que en 2019 el peso más que se duplicó hasta el 28 %. Con la pandemia, su peso ha vuelto a caer al 21 % en 2020 y se ha mantenido en ese nivel en 2021. Los resultados por operaciones financieras (ROF, que son plusvalías por la compraventa de activos) llegaron a aportar el 18 % del margen bruto en 2013 (casi 10.000 millones de euros), siendo importante su contribución en los dos años posteriores como consecuencia de la bajada de tipos y la consiguiente revalorización del precio de los activos. Pero una vez los tipos se han situado en niveles muy reducidos y sin apenas margen para nuevas caídas, el potencial de obtener ingresos por plusvalías se ha reducido, lo que explica que los ROF solo aporten el 4 % del total de ingresos de la banca en 2021, 1.800 millones de euros, menos de la quinta parte que los obtenidos en 2013.

Gráfico 1

Composición del margen bruto del sector bancario español por tipo de ingreso

(En parcentaia)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En relación con los activos totales medios (ATM), el margen de intereses ha caído un 33 % de 2008 a 2021, siendo la reducción aún mayor (un 42 %) desde 2009 cuando el margen se situó en el 1,39 % (gráfico 2). En 2021, como hemos comentado, ha alcanzado el mínimo valor de la serie histórica al situarse en el 0,8 %. Hay que tener en cuenta que, en 2008, el euríbor a 12 meses estaba en media anual en el +4,8 % y desde entonces ha caído hasta un valor del -0,42 % en 2021¹. Sin embargo, desde que el euríbor entró en terreno negativo en 2016 y hasta 2019, el margen de intereses resistió, pero ya no ha sido posible conforme ha persistido tanto tiempo el tipo de interés en valores negativos.

En el caso de las comisiones netas (cobradas menos pagadas), su peso en los ATM ha aumentado del 0,44 % en 2008 al 0,50 % en 2021, aunque cayeron de 2008 a 2012. Desde el valor del 0,36 % en 2012, el peso ha aumentado un 46 %, regresando casi al nivel de antes de la crisis en 2007. Con la crisis del COVID-19, las comisiones por unidad de

activo cayeron (del 0,49 % al 0,46 %), pero se han recuperado en 2021 hasta el 0,5 %.

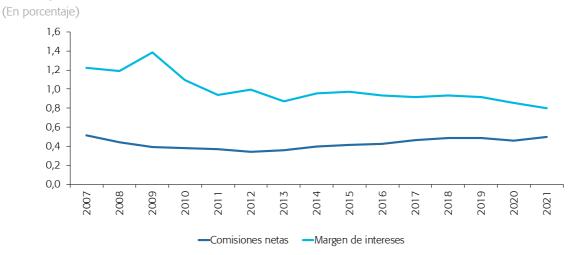
Composición de los ingresos por intereses

Otro de los hechos a destacar en la evolución de los ingresos de la banca española en los últimos años es el cambio en la composición de los ingresos percibidos por intereses, cuyas fuentes básicas son dos: los créditos concedidos y las inversiones en títulos de renta fija. Si en 2008 los préstamos aportaban el 87 % de los ingresos por intereses, en 2021 su peso ha caído 8,5 puntos hasta un 78,5 % (gráfico 3). Los ingresos por intereses cobrados en la inversión en renta fija, aunque en 2021 aportan el mismo porcentaje que en 2008 (en torno al 10 %), su peso lleva cayendo de forma ininterrumpida desde 2014, año en el que llegó a aportar algo más de la cuarta parte de los ingresos por intereses. Esta evolución se debe sobre todo a las inversiones de la banca en deuda pública española, ya que en 2014 aportaba el 15,5 % de todos los intereses que cobraba la banca, mientras

¹ En lo que llevamos de 2022, el euríbor ha aumentado con fuerza, situándose por encima del 1 % en el momento de redactar estas líneas.

Gráfico 2

Peso de los ingresos netos por intereses y de las comisiones del sector bancario español en relación con los ATM. Negocio doméstico



Fuente: Banco de España.

que en 2021 aportan la tercera parte (5 %). En cambio, crece el peso de los intereses cobrados por la compra de deuda externa, que aportan en 2021 un importe próximo al de la deuda pública española (casi 1.400 millones de euros).

A la hora de interpretar la importancia de los ingresos por intereses que aporta la inversión en deuda pública española hay que tener en cuenta su peso en el balance del sector bancario, que se situó en un porcentaje cercano al 10 % de los ATM a principios de 2015, pero que ha ido cayendo hasta un valor del 6,7 % a finales de 2021. Es lógico, por tanto, que cada vez aporte menos ingresos la inversión en deuda pública española teniendo en cuenta que su peso ha ido disminuyendo en el activo de los bancos. Lo contrario ha ocurrido con la deuda externa, cuyo peso en el balance ha aumentado y se sitúa en el 3,5 % a finales de 2021 (113.000 millones de euros).

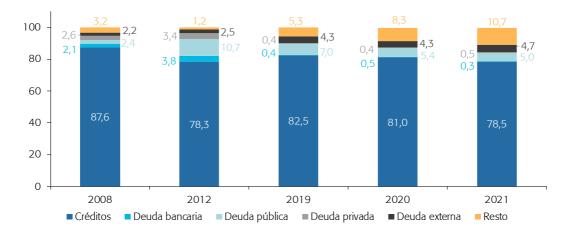
La creciente importancia de las comisiones bancarias

El creciente peso de las comisiones bancarias, tanto en el total de ingresos netos como en relación con el activo, se produce en paralelo a un cambio en su composición. En el caso de las comisiones percibidas, frente a la pérdida de importancia de las

Del total de comisiones que cobra la banca española, cada vez pesan menos las que aportan los servicios de cobro y pago (27 % en 2021), mientras que ha aumentado el peso de las que proceden de la comercialización de productos de terceros, como seguros y fondos de inversión y de pensiones, que ha suponen el 30 %.

que tienen que ver con los servicios de cobro y pago (transferencias, cheques, mantenimiento de cuentas, etc.) y también por servicios de valores (administración y custodia, suscripción, gestión, aseguramiento y colocación), han mostrado mucho más dinamismo las que tienen su origen en la comercialización de productos y servicios bancarios. Bajo este concepto están los ingresos por los recursos distribuidos por los bancos, pero no gestionados por ellos, como la comercialización de fondos de inversión y pensiones o seguros de terceros. Así, este tipo de comisiones ya suponen en 2021 el 30 % del total de las percibidas (gráfico 4), por encima de las que tienen

Gráfico 3 **Distribución porcentual de los ingresos por intereses cobrados**(En porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo.

su origen en servicios de cobro y pago. Estas últimas han pasado de representar el 40 % del total en 2008 al 27 % en 2021. La aparición de nuevos operadores digitales que ofrecen servicios de cobropago (como las *fintech*) están arañando cuota de mercado a los bancos en la prestación de estos servicios, disminuyendo por tanto el volumen de comisiones percibidas por los bancos.

También han perdido peso las comisiones por servicios de valores, ya que en 2021 (4 %) tienen un peso que es la mitad del que tenían en 2008 (8 %). El resto de las comisiones, que suponen hoy día el 40 % del total, incluyen conceptos como compraventa de divisas, concesión de financiación (comisión de estudio, apertura, cancelación anticipada, etc.), riesgos contingentes (como avales), compromisos contingentes (como créditos disponibles), asesoramiento, etc.

Estructura de ingresos: comparativa internacional

Para hacer una comparativa internacional de la estructura de ingresos de la banca española, hemos de acudir a los datos que ofrece el BCE para grupos consolidados, que incluyen el negocio de las filiales en el exterior. Con los últimos datos de 2021, el modelo de negocio de la banca española, caracterizado por un mayor peso de la intermediación tradicional depósitos-créditos, tiene su reflejo en su estructura de ingresos, con una mayor aportación de los ingresos por intereses que en la banca europea. Así, mientras que estos ingresos aportan el 67 % del total (gráfico 5), en la banca tanto de la UE-27 como de la eurozona el peso es 12 puntos inferior (55 %).

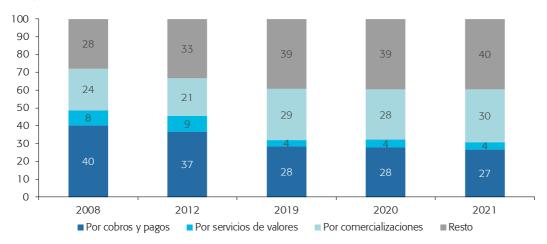
En relación con el total de ingresos netos, las comisiones de la banca española aportan 7 puntos porcentuales menos que las de la banca de la eurozona, aunque con un nivel similar, del 0,65 %, respecto a los activos totales medios.

Las comisiones bancarias son la segunda fuente de ingresos en importancia de la banca española y aportan el 26 % del total de los ingresos, 7 puntos menos que en la eurozona (33 %) y 6 menos que en la UE (32 %). Los dividendos solo aportan el 1 % de los ingresos (la mitad que en la UE), mientras que los resultados por operaciones financieras suponen el 5 % del margen bruto (2 puntos menos

Gráfico 4

Estructura porcentual de las comisiones percibidas

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España.

que en la eurozona y en la UE). En el *ranking* de los principales sectores bancarios de la UE-27, España está en el rango alto por el peso de los ingresos que aporta el margen de intereses.

Si en lugar de analizar la composición de los ingresos, nos centramos en su peso en relación con el activo (como indicador de precio medio), la banca española disfruta de un margen superior a la media europea. Así, el margen bruto es del 2,49 %, 49 puntos básicos (pb) más que en la eurozona. La mayor diferencia está en el margen de intereses (que es del 1,68 % y que duplica al del negocio doméstico en España) que es 58 pb superior al de la eurozona. El peso de los dividendos en el activo es ligeramente inferior y muy reducido (0,03 % frente al 0,04 % en la eurozona), mientras que el de las comisiones es casi idéntico (0,65 % vs 0,66 %). Este último valor es superior al 0,5 % que pesan las comisiones con relación al activo en el negocio doméstico en España, lo que implica que las filiales de los bancos españoles en el exterior aplican comisiones más elevadas que en España.

Centrando la atención en las comisiones bancarias, como porcentaje del activo, el dato más reciente de 2021 sitúa a España, como hemos visto, en un nivel similar al promedio de la banca de la eurozona (0,65 %), por debajo de Italia (0,97 %) y Francia (0,68 %), y ligeramente por encima de Alemania (0,61 %).

Conclusiones

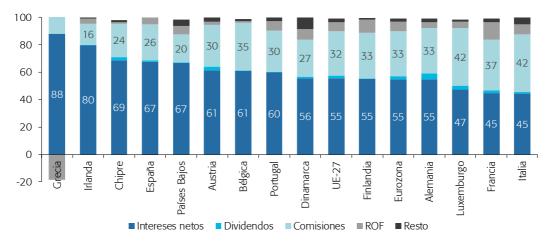
La intensidad de los factores que han condicionado la rentabilidad de la banca española en los últimos años (sobre todo, el escenario de tipos tan reducido) ha supuesto cambios importantes de la estructura de sus ingresos, disminuyendo el peso de los ingresos por intereses y aumentado el de las

Presionado por los tipos negativos, el margen de intereses aportó en 2021 el 49 % del total de ingresos netos de la banca en su negocio en España, cuatro puntos menos que en 2008. En paralelo, el peso de las comisiones ha aumentado desde el 20 % de los ingresos netos en 2008 hasta el 31 % en 2021.

comisiones. Es un cambio que se produce en paralelo a los que se tienen lugar en el modelo de negocio, donde el desapalancamiento del sector privado

Gráfico 5
Estructura de ingresos de la banca europea, 2021





Fuente: Banco Central Europeo.

ha hecho que pierda peso el crédito en el activo, situándose en la actualidad en el 41 %, casi 20 por debajo del que tuvo antes del inicio de la crisis financiera en 2007. El objetivo final ante tantos cambios es asegurar una rentabilidad que satisfaga al inversor, lo que no ha sido posible en el negocio doméstico en los últimos años.

Los hechos más llamativos a destacar del análisis realizado de los ingresos de la banca española son los siguientes:

- La caída de tipos ha presionado al margen de interés, hasta el punto de que ha alcanzado un mínimo histórico del 0,8 % del activo en 2021, lo que implica que los ingresos netos por intereses aportan el 49 % de los ingresos netos totales, 4 puntos menos que en 2008.
- Esa caída de los ingresos por intereses ha obligado a buscar otras fuentes de ingresos como son las comisiones bancarias, que en 2021 aportan el 31 % del total, máximo valor desde 2008. En relación con los ATM, han aumentado hasta el 0,5 %. No obstante, es un valor inferior al que alcanzó en 2007 antes del estallido de la crisis financiera.

Se ha producido un cambio importante en la composición de los ingresos por comisiones, con un menor peso de las que tienen su ori-

Desde 2008, el peso de los ingresos por intereses que aportan los préstamos en el total de ingresos ha caído 8,5 puntos, hasta situarse en 2021 en el 78,5 %. También han perdido importancia los ingresos por intereses que aporta la deuda pública, hasta el 5 %.

gen en medios de pago-cobro (en parte por la competencia de las *fintech*) y un aumento de las comisiones por la comercialización de productos de terceros, como los fondos y los seguros. En 2021, las primeras aportan el 27 % del total (mínimo valor desde 2008), mientras que las segundas suponen el 30 % (máximo valor desde 2008).

■ También se ha producido un cambio en la composición de los ingresos por intereses, ya que han perdido peso relativo los que aportan los préstamos concedidos (en 2021 suponen el 78,5 %, 8,5 puntos menos que en 2008) y lo han ganado por tanto los ingresos de la

renta fija. Dentro de esta última, caen los que aporta la inversión en deuda pública española y aumentan los de la deuda del resto del mundo.

■ En comparación con la banca europea e incluyendo el negocio de las filiales en el exterior, España se caracteriza por un mayor peso de los intereses en su estructura de ingresos (67 % vs. 55 % en la eurozona) y un menor peso de las comisiones (26 % vs 33 %).

Esta últimas, con relación al activo, tiene un valor similar al promedio de la banca europea (0,65 %). En cambio, los ingresos netos por intereses (en relación con activo) son en España superiores a los de la eurozona (1,68 % vs. 1,10 %). Aunque en 2020, en el contexto de la crisis del COVID-19, ambas fuentes de ingresos cayeron como porcentaje del activo, hasta el tercer trimestre de 2021 se han recuperado, si bien el nivel es inferior al de antes de la pandemia en 2019.

El seguro español ante el cambio de entorno económico y financiero

Daniel Manzano y Aitor Milner*

Los cuellos de botella originados tras la pandemia y el posterior inicio de una guerra en Europa han puesto en riesgo el aprovisionamiento energético y alimentario disparando sus precios. Han emergido presiones inflacionistas con una fuerza inédita, los bancos centrales han anunciado subidas intensas y sostenidas de los tipos de interés y han quedado ensombrecidas las previsiones de crecimiento económico para los próximos trimestres. Se ha producido, en definitiva, un cambio radical del escenario económico y financiero. El sector seguros, relevante per se y por su contribución a las cuentas del sector bancario español, ha mostrado históricamente una gran resiliencia y capacidad de adaptación. El cambio actual tendrá impacto en sus carteras de inversión y originará una respuesta comercial. Fundamentalmente en el negocio de Vida, atrapado durante los últimos años en un escenario de tipos bajos, que ha venido lastrando el desarrollo de los productos de vida-ahorro. Por otra parte, la desaceleración económica prevista puede tener un impacto en la demanda de algunos productos de No Vida. Y la inflación, que impactará en los costes (siniestralidad), constituirá un elemento esencial a gestionar, no siendo homogénea por ramos la capacidad de las entidades para trasladar a los ingresos (primas) dicho aumento de costes.

En los últimos meses ha tenido lugar un cambio radical en el escenario económico y financiero. Se ha producido un prolongado y acelerado movimiento al alza de la curva de tipos de interés, al tiempo que se han ensombrecido las previsiones de crecimiento. La explicación inmediata de este cambio brusco de expectativas se encuentra en el comportamiento desbocado de la inflación, con registros en todos

los países desarrollados que no se han conocido en las últimas décadas. El factor determinante subyacente ha sido la escalada de precios energéticos y de materias primas provocada por la guerra de Ucrania, si bien dicha escalada ya había comenzado a mediados del pasado año, cuando la salida de la pandemia enfrentó una extraordinaria demanda con una oferta restringida por los cuellos de botella que

^{*} Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A..

habían generado los cierres y confinamientos. El alza de las curvas de tipos no es sino el reflejo del convencimiento de que los principales bancos centrales, y entre ellos el BCE, seguirán la línea ya iniciada por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. De manera inmediata asistiremos no solo al cese de las políticas monetarias extraordinariamente acomodaticias de los últimos años, sino también a elevaciones notables de sus tipos de referencia.

Frente al escenario de tipos cero o negativos con el que ha convivido la industria financiera, el "nuevo mundo" de tipos más altos restituye, después de muchos años, unas condiciones objetivamente "más normales" para el desarrollo de algunos negocios de la industria financiera. No es extraño que el repunte de tipos fuese bien acogido por las valoraciones de los bancos, en un contexto de caídas de los mercados bursátiles provocado precisamente por dicho repunte, como tampoco lo es que facilita el desarrollo del negocio de vida-ahorro de la industria aseguradora.

Hay que convenir, no obstante, que ese repunte de tipos tiene también efectos adversos sobre los activos en las carteras de las entidades, y de que junto con la propia inflación erosionan a corto plazo la capacidad de crecimiento de la economía. El logro del objetivo de estabilizar la inflación dentro de los objetivos marcados por los bancos centrales, y también la velocidad con la que ello se consiga, serán muy determinantes por tanto del grado de afectación a la actividad económica y, en consecuencia, también a la propia salud del negocio bancario y/o asegurador.

En este artículo nos centraremos específicamente en el segundo de ellos. A tal fin, analizamos en un primer epígrafe la situación en la que se encuentra considerando la última información disponible. Posteriormente evaluamos la respuesta previsible y las principales implicaciones de este drástico cambio de entorno para el sector seguros en España.

Situación actual del sector seguros

Con la información disponible hasta mediados del pasado año, en un anterior artículo en esta misma publicación señalábamos, como resultado del impacto de la pandemia en el negocio asegurador, que "aun cuando se han puesto de manifiesto asimetrías por ramos de actividad, el sector ha exhibido nuevamente una capacidad diferencial sobre otros sectores, singularmente sobre el bancario, para cabalgar sobre una crisis. De hecho, su rentabilidad y solvencia siguen gozando en la actual coyuntura de anclajes sólidos para mantener su velocidad de crucero prepandemia. Asimismo, los indicadores recientemente conocidos muestran una incidencia menor y un relanzamiento más rápido de lo que cabía esperar tras el *shock* inicial" (Blasco, Manzano y Milner, 2021:35)

El auge reciente del segmento de riesgo tomador (unit linked), con tan escaso desarrollo en el mercado español en términos comparativos, ha venido de la mano de la imposibilidad de garantizar tipos de interés atractivos a los clientes en los productos de ahorro tradicionales a medio y largo plazo, así como de un contexto muy positivo, en general, hasta hace pocos meses, de los mercados de valores.

Los nuevos datos conocidos de la segunda mitad de 2021 y del primer trimestre del presente ejercicio validan esta visión. El negocio de No Vida, con la excepción de automóviles, mostró en 2021 una gran solidez en el crecimiento de sus ingresos (primas). Salud (+4,92 % de crecimiento interanual), multirriesgo (+4,69 %) y resto (5,56 %) exhibieron crecimientos vigorosos, que incluso se han acrecentado durante el primer trimestre de este año, como puede observarse en el cuadro 1. La debilidad de seguros auto está lógicamente en relación (aunque no únicamente) con el escaso crecimiento del parque automovilístico, en un contexto en el que la industria ha enfrentado en todo el mundo numerosos cuellos de botella como resultado del periodo pandémico, y potencialmente también en la tendencia a la tercerización de la cartera.

Por su parte, en el caso del negocio de Vida, la generación de ingresos también se recuperó significativamente (+7,88%), si bien hay que contextualizar dicha expansión tras la extraordinaria caída de

Cuadro 1 Evolución de primas por ramos 2019-1T 2022

(En millones de euros)

Volumen estimado	de primas par	a el total del se	ector	Variación	Variación	Var. 1T 2022
Ramos	2019	2020	2021	2020-19 (%)	2021-20 (%)	- 1T 2021 (%)
Total seguro directo	64.175	58.892	61.834	-8,23	5,00	4,32
No Vida	36.652	37.055	38.276	1,10	3,30	4,85
Automóviles	11.312	11.086	10.990	-2,00	-0,87	1,64
Salud	8.936	9.387	9.849	5,05	4,92	7,21
Multirriesgos	7.521	7.753	8.117	3,08	4,69	5,07
Resto No Vida	8.883	8.829	9.320	-0,61	5,56	5,89
Vida	27.523	21.837	23.558	-20,66	7,88	3,44
Riesgo	4.865	4.848	5.016	-0,35	3,47	-
Ahorro	22.658	16.989	18.542	-25,02	9,14	-
Provisiones Técnicas de Vida	194.786	194.110	195.707	-0,35	0,82	1,89

Fuente: ICEA.

estos seguros un año antes (-25,02%). Conviene remarcar, en cualquier caso, que por razones estructurales (un contexto de tipos muy bajos, que se alargaba en el tiempo) los seguros de vida-ahorro ya venían mostrando una notable debilidad en los años anteriores. Dado que ese contexto de tipos bajos, y expectativas de prolongación en el tiempo de estos, se ha mantenido hasta hace pocos meses, la recuperación parcial de las primas en el negocio de Vida la explica básicamente el segmento específico de vida-riesgo y, desde luego, el destacable aumento de la comercialización de productos unitlinked (riesgo tomador). El bienvenido auge reciente de este último segmento, con tan escaso desarrollo en el mercado español en términos comparativos con los principales países europeos, ha venido de la mano de la imposibilidad de garantizar tipos de interés atractivos a los clientes en los productos de ahorro tradicionales a medio y largo plazo, así como de un contexto muy positivo, en general, hasta hace pocos meses, de los mercados de valores. La evolución de las provisiones en el negocio de Vida que se recogen en el cuadro 2, y que son mucho más relevantes para el mismo, es bien ilustrativa del retroceso de los productos de vida-ahorro más tradicionales frente a los de vida-riesgo y los de riesgo tomador. Este patrón se ha mantenido también en los primeros meses de 2022.

La contribución del negocio asegurador al apuntalamiento de las cuentas de resultados del sector bancario, que sufrieron un daño significativo en 2020 por el impacto de la pandemia, volvió a ser muy notable. Recuérdese a este respecto, la relevante participación de la banca en el negocio asegurador, particularmente en el negocio de Vida, en el que dicha participación es mayoritaria.

La buena evolución de los ingresos del negocio de No Vida, que globalmente ni siquiera se han reducido durante la crisis de la pandemia, junto con el favorable comportamiento de la siniestralidad, han determinado que el sector no haya sufrido en sus cuentas de resultados. Antes al contrario, la anómala baja siniestralidad de 2020, propiciada por el confinamiento y las limitaciones de movilidad, impulsó enormemente, precisamente en dicho ejercicio, el beneficio del sector hasta cifras no conocidas en muchos años (5.800 millones de euros). Y en la

Cuadro 2 Evolución de provisiones Vida 2019-1T 2022

(En millones de euros)

Modalidades	Provision	es Técnicas / F	Patrimonio	Variación	Variación	Var 1T 2022
	2019	2020	2021	2020-19 (%)	2021-20 (%)	- 1T 2021 (%)
Riesgo	6.450	6.572	6.914	1,9	5,2	2,3
Dependencia	29	36	38	24,7	4,9	-7,5
Ahorro/Jubilación	188.307	187.501	188.770	-0,4	0,7	-0,2
Planes de previsión asegurados	12.343	12.098	11.400	-2,0	-5,8	-5,9
Capitales diferidos	50.326	49.004	47.775	-2,6	-2,5	-3,3
Rentas vitalicias y temporales	89.989	89.129	88.449	-1,O	-0,8	-0,9
Transformación patrimonio en renta vitalicia	2.594	2.418	2.433	-6,8	0,6	-2,3
Planes Individuales de Ahorro Sistemático	14.457	14.441	14.629	-O, 1	1,3	-1,1
Seguros individuales de ahorro a largo plazo	4.321	4.397	4.321	1,7	-1,7	-6,2
Vinculados a activos (Riesgo Tomador)	14.277	16.016	19.764	12,2	23,4	18,8
Total seguro de vida	194.786	194.110	195.707	-0,3	0,8	-0,1
Planes de Pensiones gestionados por entidades aseguradoras	46.168	48.278	61.846	4,6	28,1	17,3
Total entidades aseguradoras	240.955	242.388	257.568	0,6	6,3	3,4

Fuente: ICEA.

progresiva vuelta a la normalidad en 2021, el ajuste producido no ha impedido que se hayan alcanzado beneficios algo superiores a los registrados antes de la crisis.

En definitiva, el sector ha vuelto a demostrar una gran resiliencia y, sin perjuicio de las evidentes asimetrías de comportamiento que han definido los diferentes ramos, globalmente ha sorteado una vez más con evidente éxito un periodo tan complejo como el sobrevenido con la crisis COVID. Más aún, la contribución del negocio asegurador al apuntalamiento de las cuentas de resultados del sector bancario, que sufrieron un daño significativo en 2020 por el impacto de dicha crisis, volvió a ser muy notable. Recuérdese a este respecto, la relevante participación de la banca en el negocio asegurador (banca-seguros), particularmente en el negocio de Vida, segmento en el que dicha participación es mayoritaria (véase Manzano, 2017).

El seguro ante el nuevo cambio de entorno económico y financiero

Moderación, al menos, en las expectativas de crecimiento, brusca elevación de la inflación, y final de un largo periodo de tipos extraordinariamente bajos, con perspectivas de subidas sostenidas de los tipos de referencia por parte de los principales bancos centrales en los próximos meses, son, como hemos señalado, los ingredientes del cambio de entorno que se ha precipitado a la "finalización" de la crisis COVID. Alteraciones todas ellas de suficiente calado como para esperar una cierta adaptación del

Cuadro 3 **Resultados de las aseguradoras 2019-2021**(Datos elevados al 100 %, en millones de euros)

resu	ltado negocio rete	nido	Variación	Variación
A diciembre de 2019	A diciembre de 2020	A diciembre de 2021	2020-19 (%)	2021-20 (%)
	Cuenta Técni	ca		
2.397	2.125	2.539	-11,3	19,5
3.466	4.156	3.322	19,9	-20,1
898	1.503	891	67,4	-40,7
534	467	341	-12,5	-27,0
631	941	715	49,1	-24,0
1.403	1.244	1.376	-11,3	10,6
5.863	6.281	5.861	7,1	-6,7
4.970	5.797	5.068	16,6	-12,6
	2.397 3.466 898 534 631 1.403 5.863	A diciembre de 2019 A diciembre de 2020 Cuenta Técnic 2.397 3.466 4.156 898 1.503 534 467 631 941 1.403 1.244 5.863 6.281	2019 2020 2021 Cuenta Técnica 2.397 2.125 2.539 3.466 4.156 3.322 898 1.503 891 534 467 341 631 941 715 1.403 1.244 1.376 5.863 6.281 5.861	A diciembre de 2019 A diciembre de 2020 A diciembre de 2021 2020-19 (%) Cuenta Técnica 2.397 2.125 2.539 -11,3 3.466 4.156 3.322 19,9 898 1.503 891 67,4 534 467 341 -12,5 631 941 715 49,1 1.403 1.244 1.376 -11,3 5.863 6.281 5.861 7,1

Fuente: ICEA.

sector asegurador al nuevo entorno, además de un impacto que será diferencial por ramos de actividad.

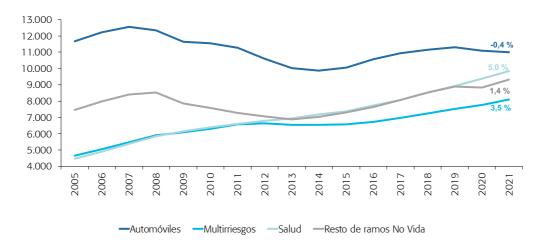
En el caso de No Vida, el robusto crecimiento actual de la demanda de seguros, excepción hecha de autos, podría verse matizado en los próximos trimestres por el proceso de desaceleración económica que parece haberse iniciado. No obstante, ha de tenerse en cuenta que, a pesar de la reciente actualización a la baja de las previsiones de los principales organismos nacionales e internacionales para la economía española, se espera un ritmo no inferior al 4 % para 2022 y en el entorno del 3 % para 2023, tasas de crecimiento que se encuentran entre las más altas de los principales países y que en términos históricos son elevadas. Sería previsible que, en este contexto, los segmentos de negocio menos cíclicos, como son multirriesgo y singularmente salud, que crece de manera sostenida a tasas estables de crecimiento anual acumulativo del 5 % en los últimos tres lustros y se ha visto impulsado adicionalmente tras la crisis sanitaria (véase el gráfico 1), mantuviesen su buen tono. Por su parte, los más cíclicos, autos y el resto de los seguros No Vida, deberían encontrar un sólido soporte si se mantuviesen los ritmos de crecimiento antes mencionados.

En términos nominales, la inflación debería impulsar aún más los ingresos, si bien no está claro su efecto final sobre las cuentas de resultados de las entidades que operan en No Vida. La capacidad de trasladar a precios (aumento de las primas) el evidente aumento de los costes de siniestralidad que se va a producir en el actual contexto de fuerte presión inflacionista es muy diferente por ramos. La "facilidad" que ha demostrado históricamente el ramo de salud para el aumento de las primas, dada la fortaleza mencionada de la demanda de sus productos, tiene su antítesis en el ramo de auto, ramo todavía principal en cuanto a volumen de ingresos, pero muy maduro y extremadamente competitivo. La gestión de costes y la capacidad de traslación de estos a las primas de los nuevos seguros va a ser esencial en la evaluación de su impacto final en las cuentas de resultados, cuentas que a lo largo de los últimos años vienen manteniendo con notable comodidad rentabilidades globales superiores a los dos dígitos.

Por otra parte, es obvio que el impacto a corto plazo de la veloz subida de tipos, de los aumentos de *spreads* crediticios y del deterioro de los mercados bursátiles que se está produciendo, va a ser negativo en las carteras de inversión del negocio de

Gráfico 1 Evolución de las primas No Vida por ramos (2005-2021)

(En millones de euros)



Nota: los porcentajes representan la tasa de crecimiento medio anual acumulativo de todo el periodo. *Fuente:* Afi, a partir de datos de ICEA.

No Vida. También, lógicamente, en las del negocio de Vida, si bien en este caso, si se compara con otros mercados europeos, tal impacto probablemente será más moderado dada la activa política de casamiento de flujos que sigue la industria aseguradora en nuestro país.

La "normalización" de las curvas de tipos de interés creará condiciones, hasta ahora inexistentes, para que los productos de vida-ahorro tradicionales retomen su desarrollo. Para que se sustancie el impulso de estos productos, que constituyen el grueso del mercado, se requiere también la percepción de que las vigentes tensiones inflacionistas acabarán siendo controladas por los bancos centrales con el cambio de política monetaria ya iniciado.

Lo que probablemente vaya a cambiar drásticamente en el negocio de Vida es su orientación. La "normalización" de las curvas de tipos de interés creará condiciones, hasta ahora inexistentes,

para que los productos de vida-ahorro tradicionales retomen su desarrollo después de que los mismos hayan languidecido durante los últimos años en el marco de escenarios de tipos cero o negativos. Bien es cierto, que para que se sustancie el impulso de estos productos tradicionales, que constituyen el grueso del mercado como puede observarse en el cuadro 2, se requiere también la percepción de que las vigentes tensiones inflacionistas acabarán siendo controladas por los bancos centrales con el cambio de política monetaria ya iniciado. Entre tanto, los altos niveles de incertidumbre y el deterioro de los mercados no constituyen el mejor caldo de cultivo, ni para la reactivación de la demanda de estos productos de vida-ahorro tradicional, ni para la de aquellos otros, como los unit linked (productos de riesgo tomador), que han tenido históricamente una muy baja penetración en el mercado español comparada con otros grandes mercados europeos. Estos últimos habían experimentado en los últimos tres años una fuerte expansión al calor del comportamiento alcista que han tenido los mercados, y de la prácticamente nula demanda neta de productos con garantía de tipos en las condiciones existentes. Teniendo en cuenta todas estas consideraciones, no es fácil derivar un pronóstico claro a corto plazo para

el conjunto del negocio de Vida, pero salvo colapso económico-financiero, sí pensamos que a medio plazo el nuevo contexto de tipos más elevados hace mejorar sus perspectivas.

Referencias

Blasco, I., Manzano, D. y Milner, A. (2021). Pandemia y comportamiento del seguro en España. *Cuadernos de Información Económica*, 286, pp. 35-43.

- Disponible en: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2022/01/Blasco_Manzano_Milner.pdf
- ICEA (2021). *Datos sectoriales del sector seguros*. Disponible en: https://www.icea.es/es-es/informacion-seguro/almacen-datos/primas-crecimientos.

Manzano, D. (2017). Los seguros y los bancos españoles en contraste. *Cuadernos de Información Económica,* 259, pp. 67-72. Disponible en: https://www.funcas.es/ wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_ CIE/259art08.pdf

Las manufacturas españolas recuperan los ingresos y el empleo de prepandemia

María José Moral*

Las manufacturas españolas han conseguido superar, en media, los duros efectos de la pandemia, alcanzando los niveles de ventas y de empleo previos. Así se deduce de las declaraciones de IVA y de las retenciones por rentas del trabajo realizadas por las empresas en la Agencia Tributaria durante el primer trimestre de 2022. Pero las nuevas condiciones geopolíticas y los problemas de suministros vuelven a lastrar el crecimiento. Especialmente preocupante es la situación del sector de material de transporte, que muestra una caída en las ventas y en el empleo respecto a 2019 del 10 % y 8 %, respectivamente. El resto de los sectores incrementan sus ingresos de explotación y la contratación de trabajadores, excepto el textil y la confección y el de papel, edición y artes gráficas que, aunque ingresan más, han aprovechado el colapso de la pandemia para realizar importantes ajustes en sus plantillas.

El colapso generado por la pandemia en marzo de 2020 provocó el desplome de los sectores manufactureros (Moral, 2021). Pasados ya dos años, conviene analizar cómo ha sido la recuperación en las empresas manufactureras españolas y comprobar si se han alcanzado los niveles prepandemia en las variables económicas más relevantes. Para conseguir este propósito se examinan los datos trimestrales de ventas y empleo que comunican las empresas en las declaraciones de IVA y de retenciones por rendimientos del trabajo a la Agencia Tributaria (AEAT). Dado que la pandemia ya tuvo efectos en marzo de 2020 y los datos son

trimestrales se retrocede hasta el primer trimestre de 2019 para realizar un análisis correcto.

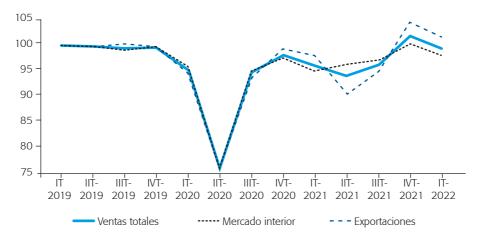
En el primer apartado se examina lo ocurrido en el conjunto de las manufacturas. En el siguiente, se analiza el comportamiento de las ventas en España y de las exportaciones, así como del empleo, distinguiendo nueve sectores manufactureros. Conocer cómo ha sido la recuperación al *shock* provocado por la pandemia es fundamental para detectar posibles debilidades que serán cruciales ahora que existen nuevos focos de incertidumbre con la guerra en Ucrania, el incremento de los precios energéticos y la falta de suministros.

^{*} UNED y Funcas.

Gráfico 1

Ventas de las empresas manufactureras españolas

(Base 100 en IT 2019)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de VESGEP (AEAT).

Las manufactureras españolas recuperan resultados

El primer paso en el estudio es valorar la trayectoria seguida en el conjunto de las actividades manufactureras españolas desde el primer trimestre de 2019 hasta el primer trimestre de 2022. La información disponible en la AEAT procede de las declaraciones de IVA y las retenciones por rendimientos del trabajo que realizan las empresas¹. Esta fuente de datos (denominada VESGEP) representa el 98,4 % de las ventas totales y el 99,7 % de las exportaciones de las pymes y grandes empresas manufactureras, por lo que su representatividad es inmejorable.

Las declaraciones de IVA identifican los ingresos totales de explotación y, además, distinguen si proceden del mercado nacional o son exportaciones. El gráfico 1 presenta la evolución de estas variables mediante un índice que toma el valor 100 en el primer trimestre de 2019.

El desplome que provocó la pandemia en el segundo trimestre de 2020 se salvó rápidamente,

tal y como muestra esa forma de "V" tan acusada. A finales de ese año, las empresas manufactureras españolas tan solo vendieron un 1,81 % menos que un año antes. Por tanto, la recuperación inicial de la actividad manufacturera fue excelente. Pero la ola de contagios de comienzos de 2021, cuando todavía la vacuna era muy incipiente, paralizó esta recuperación inicial y no fue hasta la segunda mitad del 2021 cuando se volvió a una senda de crecimiento intensa, superando a final de año los niveles de prepandemia en un 2,0 %. Los últimos datos disponibles del primer trimestre de 2022 rompen la tendencia de crecimiento, mostrando un ligero retroceso del 0,6 % respecto de 2019. Este débil resultado se debe a la falta de algunos componentes y al inicio de la guerra de Ucrania el 20 de febrero de 2022. Por tanto, se puede afirmar que las manufacturas superaron el colapso de la pandemia. No obstante, en la actualidad, las nuevas incertidumbres de subida de precios energéticos, falta de suministros, mayor inflación y tipos de interés van a lastrar sus resultados a lo largo de 2022.

En el proceso de recuperación de las ventas, las exportaciones han mostrado un protagonismo

¹ Se emplean datos corregidos de variaciones estacionales y de efectos de calendario. Además, las variables monetarias están deflactadas (véase AEAT, 2021).

Gráfico 2 Asalariados y remuneración en las empresas manufactureras

(Base 100 en IT 2019)



Nota: La remuneración se calcula como el cociente de la remuneración bruta salarial declarada por el número de perceptores. *Fuente:* Elaboración propia a partir de datos de VESGEP (AEAT).

indudable, aunque con una senda más volátil que las ventas en el mercado nacional y no solo recientemente por el nuevo contexto geopolítico internacional. Con todo, en los tres años analizados el valor declarado de los ingresos por exportaciones de las empresas manufactureras crece, en términos reales, un 1,7 %.

La recuperación en la actividad también se ha detectado en el índice de cifra de negocios, pero no así en la evolución del valor añadido bruto de las manufacturas registrada en la *Contabilidad Nacional Trimestral*, siendo ambas estadísticas del INE. Por tanto, el estudio de los datos reales de ventas que ofrece la AEAT genera resultados más precisos y concluyentes sobre el estado de las empresas manufactureras que lo hace sumamente interesante.

La evolución del número de asalariados y su remuneración media (gráfico 2) pone de manifiesto que la destrucción de empleo debido a la pandemia fue mucho menos intensa que la caída en las ventas (un 10 % frente a un 25 %, respectivamente). En España, cuando se producía un retroceso de la actividad productiva, este iba acompañado por una caída en el empleo muy superior. Sin embargo, en esta ocasión se contuvo la destrucción de empleo gracias

a la implementación de los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). Este mecanismo de protección se activó en marzo de 2020 y permitía mantener los contratos de los trabajadores cuya remuneración, hasta el 70 % del salario, procedía de las arcas públicas. De hecho, en los tres primeros meses se acogieron a este régimen de protección el 19,5 %, 23,1 % y 15,3 % de los asalariados de la industria manufacturera. A partir de junio bajó del 10 % y en septiembre ya solo quedaba el 4,1 % de los asalariados de manufacturas en ERTE (véase el gráfico 3)

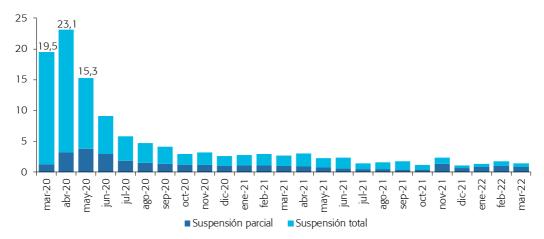
Aunque el colapso fue menor, la vuelta a los niveles de empleo anteriores ha sido más pausada. Con todo, en el primer trimestre de 2022 las empresas manufactureras han declarado que están cotizando por el mismo número de asalariados que en el primer trimestre de 2019.

En cuanto a la remuneración media por asalariado, se advierte una progresión que conviene matizar. Teniendo en cuenta que esta variable está deflactada y corregida de efectos estacionales y de calendario, en períodos reducidos de tiempo cabría esperar que se mantuviera estable, tal y como ocurrió a lo largo de 2019. Pero ¿qué explica entonces la

Gráfico 3

Asalariados en ERTE en las manufacturas españolas

(En porcentaje sobre el total de asalariados en manufacturas)



Nota: Se distingue entre aquellos que estaban en ERTE con suspensión total, es decir, con toda su jornada laboral, frente a los que tenían una suspensión parcial de solo unas horas.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

caída observada en el segundo trimestre de 2020? Pues fundamentalmente dos motivos. En primer lugar, algunos trabajadores estuvieron en ERTE solo

Aunque el colapso de las manufacturas durante la pandemia fue menor que en otros sectores, la vuelta a los niveles de empleo anteriores ha sido más pausada. Con todo, en el primer trimestre de 2022 las empresas manufactureras han declarado que están cotizando por el mismo número de asalariados que en el primer trimestre de 2019.

por una parte de su jornada laboral. En concreto, en este trimestre uno de cada cinco trabajadores que estaban en ERTE tenía una "suspensión parcial". A los trabajadores en suspensión parcial la empresa les remuneraba solo por las horas efectivas desarrolladas en la propia empresa, pero evidentemente esta remuneración era bastante menor a la habitual, que se completaba con el subsidio del servicio público de empleo por el ERTE. En segundo lugar, durante los primeros meses de pandemia algunas empresas complementaron el sueldo de sus trabajadores en ERTE, luego aparecían como perceptores

de remuneración salarial en las declaraciones de cotización, pero evidentemente las cantidades que percibían eran muy inferiores al salario habitual. Esta última hipótesis también se evidencia cuando se estudia el coste salarial por hora efectiva trabajada del índice de coste salarial armonizado (que elabora el INE), ya que en ese trimestre subió un 5,2 % y no fue porque los asalariados cambiaran sus salarios sino porque parte de esa remuneración fue a parar a trabajadores que no realizaron ninguna hora efectiva de trabajo en la empresa.

En cualquier caso, una vez superado el shock extraordinario por la pandemia, a finales de 2020 la remuneración media era un 4,7 % más elevada que el año anterior. Teniendo en cuenta que ya se habían incorporado la mayor parte de los trabajadores que permanecían en ERTE y no se había alcanzado el nivel prepandemia, esta mayor remuneración media está más relacionada con un cambio en la composición de los trabajadores que con un crecimiento salarial efectivo. En efecto, los trabajadores que fueron despedidos tenían, en media, una menor cualificación y antigüedad; luego los asalariados que conservaron su trabajo tenían salarios medios más elevados.

Cuadro 1

Sectores manufactureros: ventas y asalariados en 1T-2022

(Variación respecto a 1T-2019, en porcentaje)

Sector	Ventas totales	Ventas mercado español	Exportaciones	Asalariados
Material de transporte	-10,26	-19,74	-3,30	-8,23
Metalurgia y minerales no metálicos	0,68	0,65	0,76	-1,42
Textil y confección	2,44	-1,49	10,91	-10,84
Química y farmacia	2,46	-8,79	21,05	6,51
Alimentos, bebidas y tabaco	3,44	2,67	6,02	5,58
Maquinaria y equipo	4,28	6,88	0,20	1,25
Otras manufacturas	5,27	4,01	7,37	1,63
Papel, edición y artes gráficas	7,38	8,30	3,65	-6,85
Madera, corcho y muebles	11,19	8,72	21,36	0,88

Nota: se han ordenado los sectores de menor a mayor variación en las ventas totales. *Fuente:* Elaboración propia a partir de datos de VESGEP (AEAT).

A lo largo de 2021, la remuneración media varía poco. Sin embargo, en el primer trimestre de 2022 se produce un repunte del 3,1 % respecto al trimestre anterior y, en este caso, el aumento de asalariados no procede de una situación de ERTE. Además, recordemos que la remuneración está deflactada, por lo que el repunte no corresponde con la reacción de los salarios al incremento de la inflación de finales de 2021. Por tanto, el avance de la remuneración media en los primeros meses de 2022 sugiere que los trabajadores están consiguiendo una mayor capacidad adquisitiva que puede estar relacionada con la puesta en marcha del Real Decreto Ley 32/2021 de 28 de diciembre de medidas urgentes para la reforma laboral².

Análisis por sectores manufactureros

En este apartado se desagrega el análisis distinguiendo nueve subsectores manufactureros³, a saber: "Metalurgia y minerales no metálicos", "Maquinaria y equipo (instalación y reparación)",

"Material de transporte", "Química y farmacia", "Alimentación, bebidas y tabaco", "Textil y confección (incluye calzado)", "Papel, edición y artes gráficas", "Madera, corcho y muebles", "Otras manufacturas". El cuadro 1 expone para estos sectores las variaciones porcentuales en el primer trimestre de 2022 respecto del mismo trimestre de 2019 en las ventas totales (distinguiendo entre el mercado interior y las exportaciones), así como en los asalariados.

El sector de material de transporte es el que más dificultades está teniendo para recuperar los niveles de prepandemia. Es cierto que la falta de suministros y componentes afecta mucho a este sector, pero la cuestión de fondo es que está inmerso en un proceso de cambio debido a un nuevo paradigma de movilidad sostenible que todavía no tiene resuelto.

El estudio desagregado pone de relieve que la recuperación identificada, en media, para las

² Aunque varios cambios en los tipos de contratos tenían el primer trimestre de 2022 para implementarse.

³ No se incluye el sector "Refino de Petróleo" por su relación con el sector energético.

manufacturas no ha sido homogénea entre sectores. Para hacer más patentes las diferencias en el cuadro 1 se han ordenado los sectores de menor a mayor variación en las ventas totales.

El sector de material de transporte es el que más dificultades está teniendo para recuperar los niveles de prepandemia⁴ y el que más está lastrando al conjunto de las manufacturas. El valor de las ventas en el mercado nacional se ha reducido un 19.7 % en tres años y, lo que es aún peor para un sector que exporta el 80 % de su producción, sus exportaciones son un 3,3 % más bajas en este periodo. Es cierto que la falta de suministros y componentes afecta mucho a este sector, pero también otros se ven afectados y, sin embargo, todos muestran un crecimiento en las ventas totales. La cuestión de fondo es que este sector está inmerso en un proceso de cambio debido a un nuevo paradigma de movilidad sostenible⁵ que todavía no tiene resuelto. El problema va más allá de una falta de semiconductores, porque esto pasará, pero cambiar el mix de productos fabricados es un proceso lento. De hecho, todavía la producción de vehículos eléctricos es muy marginal. En 2020, solo el 7,3 % de los vehículos producidos en España estarían dentro de la categoría de "alternativos", es decir, serían eléctricos de batería, híbridos enchufables, híbridos convencionales o de gas (ANFAC, 2020).

El sector químico y farmacéutico durante 2020 fue el más resiliente por motivos obvios de mayor demanda sanitaria de medicamentos, así como de otros productos desinfectantes y de limpieza (véase Moral, 2021). El saldo final en estos tres años es de un avance en las ventas totales del 2,5 % que se ha apoyado en un excelente comportamiento de las exportaciones, incrementando incluso sus trabajadores en un 6,5 %. Similar comportamiento ha seguido el sector de alimentación, bebidas y tabaco con un crecimiento en los ingresos por explotación del 3,4 % y del empleo neto del 5,6 %.

Las exportaciones también han sido cruciales para la obtención de buenos resultados en otros sectores, en especial en el de textil y confección que, a

pesar de la caída en las ventas en España, muestra en las ventas totales un saldo positivo en los tres años analizados de un 2,4 %. Si bien, ha aprovechado el shock de la pandemia para ajustar significativamente su plantilla, reduciendo sus asalariados en un 10,8 %. El sector de papel, edición y artes gráficas también reduce un 6,8% sus asalariados, aunque sus ingresos de explotación han crecido un 7,4 %. Este estrechamiento de la fuerza laboral en estos dos sectores se ha precipitado con la pandemia, pero su origen se encuentra en problemas más complejos que afectan a su modelo de negocio completo. El sector textil acarrea un problema de deslocalización muy fuerte, si bien cuenta con empresas que son líderes mundiales. En el caso del sector de papel, edición y artes gráficas, se trata de un cambio de modelo dirigido hacia los dispositivos digitales frente a productos en papel (periódicos, libros, revistas, publicidad, etc.), lo que ha obligado a mover la actividad hacia la edición y el diseño que requiere menos empleo.

Conclusiones

La principal conclusión del análisis es que las manufacturas españolas se han recuperado del *shock* que supuso la pandemia y, excepto en el caso del sector de material de transporte, se comprueba que todas las demás actividades manufactureras han sobrepasado en 2022 los ingresos obtenidos en 2019. En cuanto al empleo, no todos los sectores han recuperado los niveles de 2019. Algunos, como el textil y la confección o el de papel, edición y artes gráficas han aprovechado el colapso de la pandemia para realizar importantes ajustes en sus plantillas. En el extremo opuesto están los sectores de alimentación, bebidas y tabaco y el químico y farmacéutico que están siendo muy dinámicos y están creando empleo neto.

Referencias

AEAT (2021), Metodología de la estadística de Ventas, Empleo y Salarios en Grandes Empresas y Pymes ((VESGEP). Disponible en: www.agenciatributaria.es

⁴ En Moral (2020) se analiza este sector en los primeros meses de la pandemia.

⁵ Véase la discusión que se realiza en el número 171 de *Papeles de Economía Española* (VV. AA., 2022).

- ANFAC (2020), Informe Anual 2020. Disponible en: www. anfac.es
- Moral, M. J. (2020). Dificultades en el sector de automoción español: incertidumbre sobre el modelo de movilidad y colapso de las exportaciones por la pandemia. *Cuadernos de Información Económica* 277, 33-40. Disponible en: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/08/CIE277art05.pdf
- Moral, M. J. (2021). La actividad manufacturera está dejando atrás el colapso provocado por la pandemia. Nota Técnica de Funcas. Disponible en: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/04/Actividad-manufacturera_Abril-2021.pdf.
- VV. AA. (2022), Infraestructuras Terrestres, Transporte y Movilidad de Personas. Papeles de Economía Española, 171. Disponible en: https://www.funcas. es/revista/infraestructuras-terrestres-transporte-ymovilidad-de-personas/

Desigualdad de rentas en el primer año de pandemia

Eduardo Bandrés*

Los efectos del COVID-19 sobre las rentas primarias de los hogares españoles en el primer año de pandemia se dejaron notar de forma especialmente intensa en los estratos inferiores de ingresos y habrían dado lugar a un fuerte incremento de la desigualdad de no mediar la acción compensatoria de las políticas sociales. Las transferencias públicas corrigieron una parte muy importante de la pérdida de ingresos de los hogares más afectados por el desempleo o la incapacidad, aunque sin poder neutralizar en su totalidad el aumento de la desigualdad. El impacto negativo sobre la renta disponible se focalizó principalmente en el primer decil de la distribución de la renta. Con todo, no puede atribuirse a la crisis pandémica la existencia de situaciones de pobreza en España, sino a factores de carácter más estructural relacionados con bajos niveles educativos y de empleabilidad de una parte de la población, insuficiencia del sistema de rentas mínimas, escasez de ayudas a la familia y limitado importe de las pensiones no contributivas.

La reciente publicación de los resultados de la *Encuesta de Condiciones de Vida (ECV) 2021*, cuyos datos de ingresos de los hogares corresponden al año 2020, permite analizar el impacto de la crisis económica sobre la distribución personal de la renta en ese primer año de pandemia. El objetivo de esta nota es ofrecer un examen preliminar de los principales indicadores de desigualdad, con especial atención a la comparación entre 2019 y 2020. Trabajos como los de Aspachs *et al.* (2021), Cantó (2021) y Martínez-Bravo y Sanz (2022) han ofrecido análisis adelantados de los efectos de la crisis derivada del COVID-19 sobre la desigualdad en los primeros meses de pandemia: el primero, a partir

de la información en tiempo real sobre salarios y transferencias públicas en más de tres millones de cuentas bancarias; el segundo, mediante simulaciones sobre transiciones entre empleo y paro y sobre las políticas públicas aplicadas; y el tercero, con datos de dos encuestas realizadas en 2020.

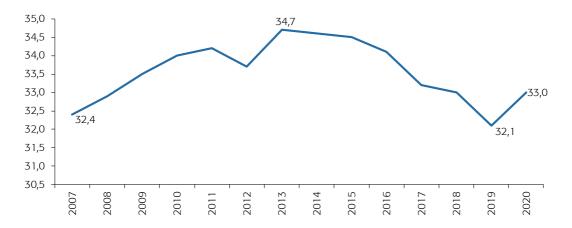
La referencia más común en la medición de la desigualdad de rentas es el coeficiente de Gini que, en este trabajo, se toma con valores entre 0 y 100. En 2019, el índice de Gini de la renta disponible equivalente neta anual fue 32,1, aumentando hasta 33,0 en 2020, una diferencia de 0,9 puntos. De este modo, se produce una ruptura de la

^{*} Funcas y Universidad de Zaragoza.

Gráfico

Evolución del índice de Gini, 2007-2020

(Renta disponible equivalente)



Fuente: Encuesta de Condiciones de Vida (INE).

tendencia descendente iniciada en 2014, tal como puede apreciarse en el gráfico 1. En una primera aproximación, cabe suponer que el efecto de los confinamientos y de las restricciones a la actividad productiva sobre el empleo y el número de horas trabajadas redujo de forma desigual las rentas entre las diferentes ocupaciones, con el consiguiente impacto sobre los indicadores de desigualdad (véase Ocaña et al., 2020).

El índice de Gini de la renta disponible equivalente antes de transferencias pasó de 46,9 en 2019 a 50,1 en 2020, una diferencia de 3,2 puntos. En los años de la crisis financiera internacional y la Gran Recesión, su mayor crecimiento entre dos años sucesivos se produjo en 2009 con una diferencia de 2,3 puntos respecto a 2008.

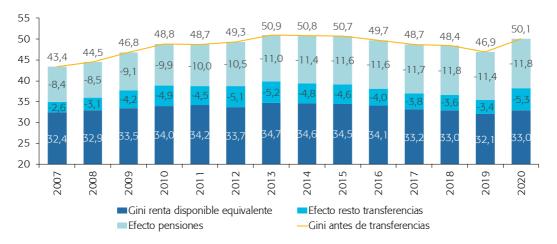
Sin embargo, cabe destacar que frente a una caída del PIB del 10,8 % en 2020, las políticas públicas de protección social permitieron compensar una parte muy importante de la caída de las rentas primarias, por la vía de las prestaciones sociales. De hecho, los datos de la *ECV* solo detectan una

pérdida del 0,18 % en la renta media por persona de los hogares españoles en 2020 respecto a 2019.

Para aislar el efecto de las prestaciones sociales sobre la desigualdad, tomamos los valores del índice de Gini en tres escenarios diferentes: el ya mencionado de la renta disponible equivalente (RDE), el de la renta disponible equivalente antes de cualquier tipo de transferencias sociales, y el de la renta disponible equivalente incluyendo en esta las pensiones, pero no las demás transferencias. Conviene recordar que al referirnos a la renta disponible se han descontado ya los impuestos directos y cotizaciones sociales sobre los hogares. Como puede comprobarse en el gráfico 2, el índice de Gini de la RDE antes de transferencias pasó de 46,9 en 2019 a 50,1 en 2020, una diferencia de 3,2 puntos, que es un valor muy elevado para producirse en un solo año. De hecho, en los años de la crisis financiera internacional y la Gran Recesión, el mayor crecimiento del índice de Gini de la RDE antes de transferencias entre dos años sucesivos se produjo en 2009 con una diferencia de 2,3 puntos respecto a 2008.

El efecto de las pensiones sobre la desigualdad de rentas ha ido aumentando desde 8,4 puntos del

Gráfico 2 Índice de Gini para distintas definiciones de renta de los hogares, 2007-2020



Fuente: Elaboración propia con datos de EU-SILC Survey (Eurostat).

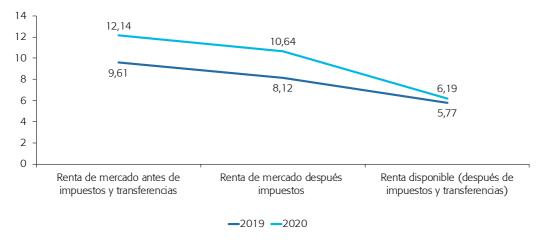
coeficiente de Gini en 2007 hasta 11,8 puntos en 2020¹. A su vez, el efecto de las demás transferencias (prestaciones por desempleo o por enfermedad, ayudas a familias, ingreso mínimo vital, etc.) sobre la desigualdad alcanzó un máximo de 5,2 puntos de Gini en 2013 y se fue reduciendo posteriormente, conforme descendía la tasa de paro, hasta colocarse en 3,4 puntos en 2019, para volver a aumentar hasta 5,3 puntos en 2020. Así pues, comparando los índices de desigualdad para las tres definiciones de renta disponible se deduce que fue debido a los mecanismos redistributivos de las pensiones y, sobre todo, de las demás prestaciones sociales, que la desigualdad en España creciera únicamente 0,9 puntos del Gini respecto al año 2019, a pesar del enorme impacto de la crisis pandémica sobre la actividad económica y el empleo. En 2020 el gasto público destinado a prestaciones sociales en efectivo aumentó en 31.471 millones de euros, un 16,1 %, respecto a 2019, situándose finalmente en 228.628 millones de euros (IGAE, 2022). En particular, el gasto en protección del desempleo -impulsado en buena medida por los expedientes de regulación temporal de empleo- creció en 22.183 millones, más que duplicando las cifras el año anterior, y el gasto por enfermedad e incapacidad —muy relacionado con el efecto de la COVID-19 sobre la salud— aumentó en 3.074 millones de euros.

Comparando los índices de desigualdad de la renta disponible antes y después de las transferencias públicas, se deduce que fue debido a los mecanismos redistributivos de las pensiones y, sobre todo, de las demás prestaciones sociales, que la desigualdad en España creciera únicamente 0,9 puntos del Gini respecto al año 2019, a pesar del enorme impacto de la crisis pandémica sobre la actividad económica y el empleo.

El mayor efecto redistributivo de las prestaciones sociales en 2020 se percibe también al comparar la evolución de la relación entre la renta media del 20 % de la población con mayores ingresos y del 20 % de la población con menores ingresos (S80/S20),

¹ La medición del impacto de las pensiones sobre la desigualdad se realiza aquí con un enfoque estrictamente anual, sin tener en cuenta consideraciones de incidencia vitalicia que nos llevarían a comparar el valor capitalizado de las cotizaciones efectuadas a lo largo de toda la vida activa con el valor descontado de todas las pensiones percibidas durante los años de jubilación.

Gráfico 3 Impacto de impuestos y transferencias sobre la desigualdad en 2019 y 2020: S80/S20



Fuente: Elaboración propia con datos de EU-SILC Survey (Eurostat)

tal como refleja el gráfico 3. Mientras el impacto de los impuestos y las cotizaciones sociales sobre la desigualdad de rentas es muy parecido en 2019 y 2020, el correspondiente a las prestaciones sociales es casi el doble en 2020 atendiendo a la reducción de la ratio S80/S20.

A pesar del efecto reparador de las transferencias públicas, la renta media disponible por persona del primer decir descendió un 9 %, mientras que la de los deciles segundo y tercero lo hizo un 2 %. En el otro extremo de la distribución, la renta media por persona de los deciles noveno y décimo aumentó un 2 %, y la del octavo un 1 %.

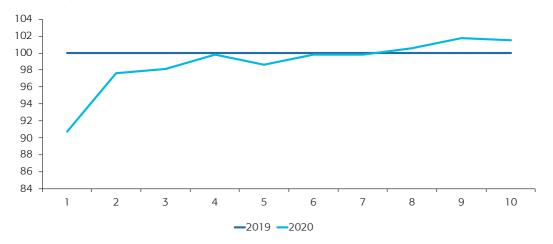
La utilización del coeficiente de Gini no revela con precisión la desigualdad entre los extremos de la distribución de la renta disponible, de modo que es conveniente completarla con información sobre los deciles de ingresos y con distintas ratios que relacionan la renta entre los deciles y percentiles superiores e inferiores. Así, a pesar del efecto reparador de las transferencias públicas, la renta media disponible por persona del primer decil descendió un 9 %, mientras que la de los deciles segundo y tercero lo hizo un 2 %. En el otro extremo de la distribución, la renta

media por persona de los deciles noveno y décimo aumentó un 2 %, y la del octavo un 1 % (gráfico 4).

En otros términos: mientras el coeficiente de Gini aumentó un 2,8 % entre 2019 y 2020, la ratio S90/ S10 —que mide la relación entre la renta disponible equivalente del 10 % de la población con mayores ingresos y del 10 % de la población con menores ingresos— creció un 11,7%, de modo que el aumento de la desigualdad se cifró principalmente en una ampliación de la distancia entre los extremos de la distribución. Esta divergencia se aprecia también tomando la relación entre la renta de los percentiles 90 y 10 (P90/P10), que a su vez puede descomponerse en otras dos ratios, P90/P50 y P50/P10, en las que se toma como referencia intermedia la mediana de la distribución (P50). Como puede verse en el gráfico 5, el aumento de la desigualdad durante la Gran Recesión, aproximado por P90/P10, se debió en más de un 90% a la ampliación de la distancia entre la renta mediana y las rentas inferiores (P50/P10) y solo en un 10 % al crecimiento de las rentas altas respecto a la mediana (P90/P50). Si embargo, en el año 2020 se detecta también un repunte de P90/P50, que explicaría en más de un 35 % el aumento de la distancia entre los percentiles 90 y 10. Parecidos resultados se obtienen cuando la comparación se realiza adoptando como referencia los percentiles 95 y 5. De nuevo se observa que, si bien la distancia entre la mediana y las

Gráfico 4 **Evolución de la renta media por persona en 2020, por deciles de ingresos**

(Base 100 en 2019)



Fuente: Elaboración propia con datos de EU-SILC Survey (Eurostat).

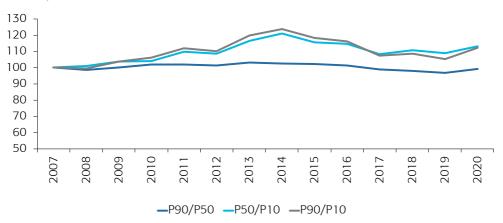
rentas más bajas (P50/P05) explica unas dos terceras partes del ensanchamiento de la desigualdad en 2020 entre rentas altas y bajas (P95/P05), más de un 30 % se debe al crecimiento de la ratio P95/P50.

Es muy factible además que, conforme se fue normalizando el mercado de trabajo a lo largo de 2021, con el aumento del empleo y la reducción del paro, se haya producido una disminución de los indicadores de desigualdad de rentas, neutralizando en su mayor parte la ampliación la desigualdad del primer año de pandemia.

En todo caso, desde una óptica de atención social a los colectivos con menores ingresos, conviene dirigir el foco hacia el primer decir de la escala de rentas, que por su propia definición abarca en torno a 4,7 millones de personas. En 2020, el límite

Gráfico 5 **Evolución de distintos indicadores de desigualdad, 2007-2020**

(Base 100 en 2007)



Fuente: Elaboración propia con datos de EU-SILC Survey (Eurostat).

Gráfico 6

Estimación de la población situada en el primer decil según su relación con la actividad, 2020

(Millones de personas)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Encuesta de Condiciones de Vida (INE).

superior de ingresos por persona de ese 10 % de la población más pobre se situaba en algo menos de 4.200 euros anuales, es decir, 350 euros mensuales. Ahora bien, en el percentil 5 (2,35 millones de personas) esas cifras eran 2.800 euros anuales y 230 mensuales; y en el percentil 1 (470.000 personas), menos de 40 euros mensuales.

Entre los integrantes del primer decil (gráfico 6) se incluyen menores de 16 años (en torno a 1,1 millones), parados (820.000), trabajadores ocupados (1,2 millones), jubilados y pensionistas (unos 400.000) y otros inactivos (1,2 millones). Estos resultados no difieren mucho de sus equivalentes a 2019, de modo que no puede atribuirse en su totalidad a la crisis pandémica la persistencia de situaciones de pobreza como las descritas, sino a factores de carácter más estructural relacionados con bajos niveles educativos y de empleabilidad de una parte de la población, insuficiencia del sistema de rentas mínimas, escasez de ayudas a la familia y limitado importe de las pensiones no contributivas. El núcleo principal está, por tanto, formado por personas en edad de trabajar y población infantil de esos mismos hogares (familias monoparentales encabezadas por mujeres, jóvenes con y sin hijos), en cuyos ingresos se mezclan aspectos relacionados con el mercado de trabajo -actividad, empleo, horas trabajadas,

salarios— con otros que tienen que ver con la fiscalidad y las políticas sociales.

Referencias

ASPACHS, O., DURANTE, R., GRAZIANO, A., MESTRES, J., MONTALVO, J. G. y REYNAL-QUEROL, M. (2021). Seguimiento de la desigualdad en tiempo real en España durante la crisis de la COVID-19. *Información Comercial Española*, 923, pp. 163-179.

Cantó Sánchez, O. (2021). Los efectos de la pandemia de la COVID-19 en la distribución de la renta y el papel de las políticas públicas. *Información Comercial Española*, 923, pp. 145-161.

IGAE (2022). Contabilidad nacional. Serie anual. Clasificación funcional del gasto de las Administraciones Públicas (COFOG). Ministerio de Hacienda y Función Pública.

Martínez-Bravo, M. y Sanz, C. (2022). Inequality and psychological well-being in times of COVID-19: evidence from Spain. *Documentos de Trabajo*, núm. 2204, Banco de España.

Ocaña, C. (dir.), Bandrés, E., Chullá, E., Fernández, M. J., Malo, M.A., Rodríguez, J. C. y Torres, R. (2020). *Impacto social de la pandemia en España. Una evaluación preliminar*. Funcas. Disponible en: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/11/Impacto-social-de-lapandemia-en-Espa%C3%B1a.pdf

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

2021

2022

2023

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	01103	PIB	Consumo	Consumo	Form	ación Bruta de C	anital Fiio	Exportaciones	Importaciones	Demanda	Saldo
		5	privado	público	Total	Construcción	Equipo y otros productos		portaciones	nacional (a)	exterior (a)
				Volumer	n encaden	ado, tasas de o	recimiento i	nteranuales			
2015		3,8	2,9	2,0	4,9	1,5	8,2	4,3	5,1	3,9	-0,1
2016		3,0	2,7	1,0	2,4	1,6	3,1	5,4	2,6	2,0	1,0
2017		3,0	3,0	1,0	6,8	6,7	6,9	5,5	6,8	3,1	-0,2
2018		2,3	1,7	2,3	6,3	9,5	3,4	1,7	3,9	2,9	-0,6
2019		2,1	1,0	2,0	4,5	7,1	1,9	2,5	1,2	1,6	0,5
2020		-10,8	-12,0	3,3	-9,5	-9,6	-9,5	-20,1	-15,2	-8,6	-2,2
2021		5,1	4,6	3,1	4,3	-2,8	12,1	14,7	13,9	4,7	0,5
2022		4,2	3,8	1,1	6,8	6,0	7,7	7,1	6,2	3,8	0,4
2023		3,3	2,9	2,1	6,9	7,9	6,0	4,9	4,8	3,2	0,1
2020	Ш	-21,5	-24,1	2,7	-22,2	-20,3	-24,4	-38,3	-31,6	-18,2	-3,3
	Ш	-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	- 1	-4,1	-6,5	4,4	-3,3	-10,5	4,8	-6,7	-3,9	-3,1	-1,0
	Ш	17,8	22,6	4,1	20,6	11,2	31,5	40,4	40,6	17,5	0,3
	Ш	3,5	1,8	3,5	0,3	-5,5	6,6	16,1	13,2	2,4	1,1
	IV	5,5	4,1	0,4	2,8	-3,9	9,7	17,9	13,1	3,8	1,8
2022	- 1	6,4	3,0	0,8	6,8	1,3	12,1	20,8	12,1	3,3	3,1
						lo, tasas de cre					
2020	II	-17,7	-20,0	0,8	-19,9	-18,4	-21,5	-32,7	-27,6	-15,3	-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	-0,5	-2,5	1,0	-0,5	-4,0	3,2	1,0	0,4	-0,7	0,2
	II	1,1	4,8	0,5	-0,1	1,3	-1,5	1,3	5,9	2,5	-1,3
	III	2,6	0,6	0,6	0,3	-1,0	1,6	7,5	1,8	0,7	1,9
0000	IV.	2,2	1,4	-1,6	3,1	-0,2	6,2	7,2	4,5	1,2	1,0
2022	- 1	0,3	-3,6	1,3	3,4	1,2	5,5	3,4	-0,5	-1,2	1,5
		Precios corrientes (mm euros)				Porcentajo	e del PIB a p	recios corriente	s		
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

9,9

10,0

10,3

20,1

20,2

20,8

10,2

10,2

10,4

34,9

36,0

36,6

33,4

35,1

35,5

98,5

99,1

98,9

1,5

0,9

1,1

55,6

56,9

56,7

21,4

20,6

20,3

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

1.205

1.296

1.376

^{*} Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

⁽a) Contribución al crecimiento del PIB.

-Saldo exterior

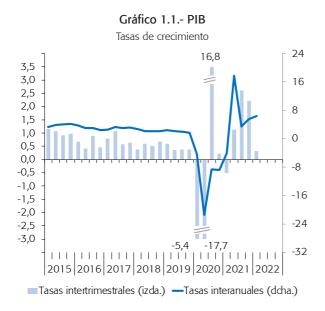


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB

Puntos porcentuales

20
15
10
-5
-10
-15
-20
-25
2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |

Gráfico 1.3.- Consumo final Tasas de crecimiento interanuales

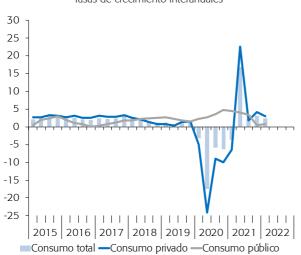
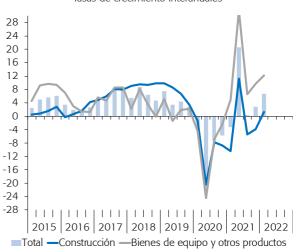


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo

Tasas de crecimiento interanuales

Demanda nacional



Cuadro 2 Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico*

					Valor añadio	do bruto a precios bá	sicos			Impuestos netos
		Total	Sector primario		Industria	Construcción		Servicios		sobre los productos
				Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios	
				Volu	men encadenad	o, tasas de creci	miento inte	ranuales		
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		5,0	-3,7	5,2	5,9	-3,4	6,0	3,1	7,2	6,7
2020	II	-21,7	6,7	-24,8	-29,2	-25,1	-21,8	-1,2	-28,4	-19,9
	Ш	-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	1	-4,4	-0,4	0,2	-0,3	-9,7	-5,0	3,4	-7,8	-1,2
	Ш	17,4	-5,1	23,5	29,3	11,5	17,8	5,0	23,5	21,8
	III	3,5	-4,3	-0,3	0,4	-8,8	5,8	3,2	6,8	2,9
	IV	5,5	-4,7	1,3	-0,1	-3,6	7,7	0,8	10,4	5,4
2022	1	6,4	-1,3	1,3	2,0	1,1	8,3	1,1	11,0	6,8
				Volum	en encadenado,	tasas de crecim	iento intert	rimestrales		
2020	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	1	-0,8	-5,6	-1,4	-2,2	-4,4	-0,1	-O, 1	-0,2	2,4
	II	0,7	-1,3	-1,3	-1,2	-3,8	1,6	1,8	1,5	5,8
	III	3,3	-1,3	1,5	2,5	1,4	4,0	-0,5	5,8	-4,1
	IV	2,3	3,6	2,6	0,9	3,4	2,1	-0,4	3,0	1,3
2022	- 1	0,0	-2,2	-1,4	-0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	3,8
		Precios corrientes nm. euros)				Porcentaje del V	AB a precio	s básicos		
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	16,9	12,5	5,7	74,3	20,0	54,3	10,6

^{*} Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector



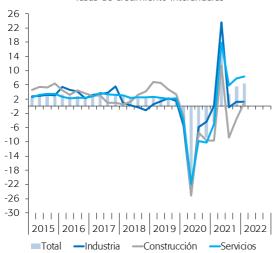


Gráfico 2.2.- VAB, industria

Tasas de crecimiento interanuales

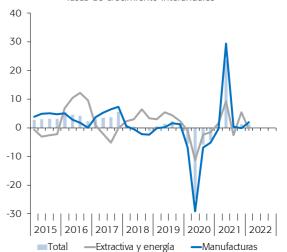


Gráfico 2.3.- VAB, servicios

Tasas de crecimiento interanuales

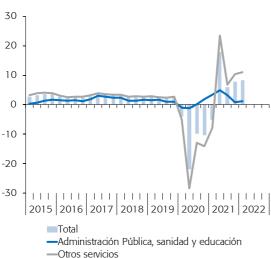
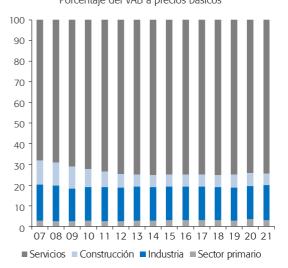


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

	7101	ico cir aze	41										
				Total econ	omía					Manuf	facturas		
		PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remune- ración 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
				Índ	ices, 2015 =	= 100, corre	gidos de	estacionali	dad y caler	dario			
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	98,9	102,3	103,5	98,9	100,1	101,2	100,4
2017		106,1	105,8	100,3	100,1	99,8	98,2	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	100,3	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		103,9	109,3	95,0	105,1	110,7	102,8	100,2	103,4	96,8	102,1	105,4	94,2
2022		108,2	111,9	96,7	107,2	110,9	99,8						-
2023		111,8	113,5	98,5	109,9	111,6	97,7						
2020	Ш	86,8	90,0	96,5	107,9	111,8	106,4	76,1	92,3	82,4	100,4	121,8	111,1
	Ш	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	101,1	107,0	94,5	106,0	112,2	106,1	99,6	102,3	97,3	103,0	105,9	97,0
	Ш	102,2	107,0	95,6	103,9	108,7	102,4	98,4	102,6	95,9	101,6	106,0	96,7
	Ш	104,9	111,3	94,3	105,1	111,5	103,3	100,9	102,9	98,0	103,9	106,0	95,6
	IV	107,2	112,0	95,7	105,5	110,2	99,6	101,8	105,8	96,2	99,9	103,8	88,1
2022	I	107,6	112,7	95,5	107,1	112,1	102,2		104,6	97,1	103,7	106,8	94,8
								interanua					
2015		3,8	3,2	0,6	0,6	-0,1	-0,6		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		2,0	-3,1	1,1	4,4	2,3
2019		2,1	2,6	-0,5	2,5	3,1	1,7	0,7	1,1	-0,5	1,6	2,1	0,1
2020		-10,8 5,1	-7,6 6,6	-3,5 -1,4	1,3 -0,6	5,0 0,8	3,8 -1,4	-12,1 5,9	-7,7 1,9	-4,7 3,9	-2,4 0,3	2,4 -3,5	-0,9 -7,2
2021		4,2	2,3	1,8	2,0	0,0	-1,4	5,9	1,9	5,9	0,5	-5,5	-1,2
2022		3,3	2,5 1,5	1,8	2,0	0,2	-2,9 -2,1			_	_		_
2023	II		-18,8	-3,4	3,3	6,9	-z, i 5,8	-29,2	-16,1	-15,6	-3,8	14,0	7,8
2020			-10,0 -5,6	-3,4	0,7	4,1	2,5	-29,2 -6,9	-16,1	1,9	-3,4	-5,1	-8,2
	IV	,	-5,0	-3,2	0,4	4,4	3,3		-5,9	0,7	-3,5	-4,2	-7,6
2021	IV	,	-2,3	-1,8	1,4	3,3	2,0		-6,5	6,6	-1,7	-7,8	-12,9
2021			18,9	-1,0	-3,7	-2,8	-3,7	29,3	11,1	16,3	1,2	-13,0	-12,9
		,	6,3	-2,6	-0,5	2,2	0,2	0,4	1,9	-1,5	3,2	4,8	1,3
	IV		5,8	-0,3	0,0	0,3	-3,8	-0,1	2,5	-2,6	-1,0	1,6	-5,1
2022		,	5,3	1,1	1,0	-0,1	-3,6	2,0	2,2	-0,2	0,7	0,9	-2,3
		0,1	0,0	.,.	.,0	٥,.	5,0	-,5	-,-	-, <u>-</u>	٥,,	0,0	2,5

⁽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

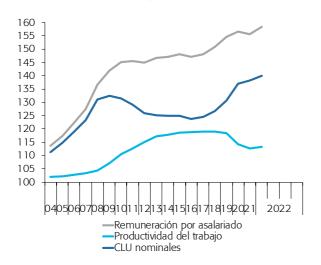
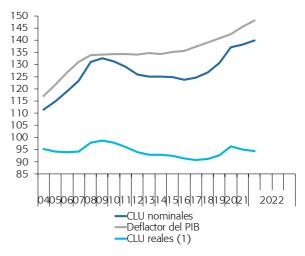


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

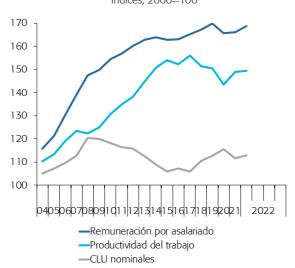
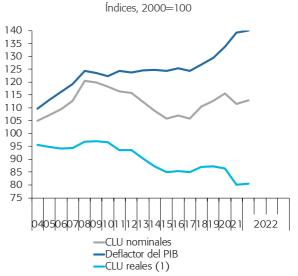


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

, ...



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

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: renta nacional y su distribución Previsiones en azul

		PIB	Remunera- ción de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remunera- ción de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o nece- sidad (-) de financiación de la nación
			М	M euros, su	ma móvil 4	trimestre	s				Porcentaje	del PIB		
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		1.205,1	573,0	507,3	1.198,4	927,8	270,6	259,1	47,5	42,1	22,5	21,5	1,0	1,9
2022		1.295,5	596,9	555,1	1.288,2	1.004,2	284,0	279,8	46,1	42,8	21,9	21,6	0,3	2,5
2023		1.376,0	621,8	596,5	1.372,2	1.060,5	311,7	300,7	45,2	43,3	22,7	21,9	0,8	2,6
2020	П	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
	Ш	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	-1	1.113,3	541,3	471,5	1.105,0	866,3	238,7	231,8	48,6	42,4	21,4	20,8	0,6	1,2
	П	1.160,0	556,6	488,5	1.153,4	902,1	251,3	243,2	48,0	42,1	21,7	21,0	0,7	1,3
	Ш	1.175,8	564,9	489,4	1.169,0	911,5	257,4	247,8	48,0	41,6	21,9	21,1	0,8	1,7
	IV	1.205,1	573,0	507,3	1.198,4	927,8	270,6	259,1	47,5	42,1	22,5	21,5	1,0	1,9
2022	-1	1.234,8	583,2	521,9		945,6		267,3	47,2	42,3	-	21,6		-
			Ta	asas de cre	cimiento int	teranuales			Dife	rencia en pu	ntos porcent	tuales sob	re el año a	nterior
2015		4,4	4,1	3,8	4,8	3,0	12,0	10,8	-O, 1	-0,3	1,4	1,1	0,3	-1,8
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		7,4	5,4	6,5	7,5	6,2	12,1	11,6	-0,9	-0,4	0,9	0,8	0,1	0,7
2022		7,5	4,2	9,4	7,5	8,2	5,0	8,0	-1,5	0,7	-0,5	0,1	-0,6	0,7
2023		6,2	4,2	7,5	6,5	5,6	9,8	7,5	-0,9	0,5	0,7	0,3	0,5	0,0
2020	Ш	-4,6	-0,7	-6,5	8,0	-3,6	85,5	17,1	1,9	-0,9	10,8	3,9	6,9	-0,4
	Ш	-7,2	-3,2	-8,6	4,9	-5,6	72,8	14,3	2,0	-0,7	10,1	3,9	6,2	-1,2
	IV	-9,8	-5,6	-11,9	1,7	-7,9	63,5	11,5	2,2	-1,0	9,7	4,0	5,7	-1,5
2021	I	-9,7	-6,4	-11,0	-9,8	-8,2	-15,4	-10,2	1,7	-0,6	-1,4	-0,1	-1,3	-1,3
	Ш	-0,8	-0,3	-2,6	-0,8	0,0	-3,3	0,1	0,3	-0,8	-0,6	0,2	-0,7	-0,6
	Ш	2,5	2,5	-0,5	2,6	2,6	2,6	4,1	0,0	-1,3	0,0	0,3	-0,3	0,3
			Г.4	C.F.	7.5	6.2	10.1	11.0	0.0	0.4	0.0	0,8	0,1	0.7
	IV	7,4	5,4	6,5	7,5	6,2	12,1	11,6	-0,9	-0,4	0,9	0,0	0,1	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

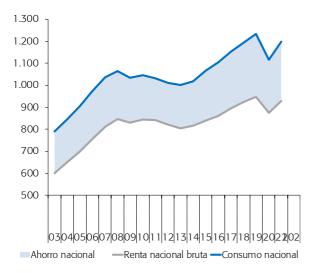


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

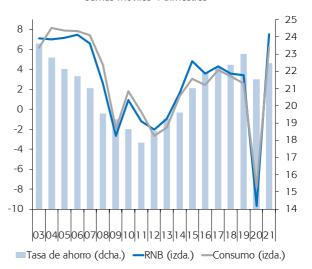


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

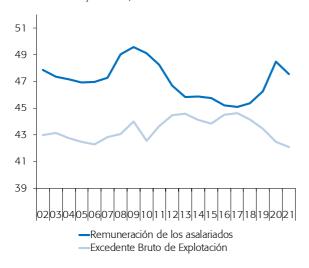
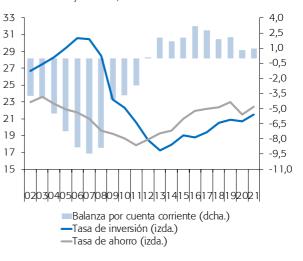


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente

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 dispo- nible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financia- ción	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o neo de financia ción	
	мм е	uros, suma	móvil 4 trim	estres	Porcentaje de la RDB	Porce del			uros, suma 4 trimestre		Po	rcentaje de	l PIB	
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	758,7	669,7	86,5	69,6	11,4	5,8	1,6	250,4	192,6	153,3	16,0	12,7	3,9	
2022	799,6	736,8	60,4	73,1	7,6	5,6	-1,1	280,5	212,3	163,1	16,4	12,6	5,0	
2023	837,1	780,7	53,9	80,1	6,4	5,8	-2,0	306,7	226,9	177,0	16,5	12,9	4,6	
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	740,7	616,1	120,9	46,1	16,3	4,1	6,6	222,6	178,3	152,5	16,0	13,7	2,9	
II	750,4	648,6	97,7	52,5	13,0	4,5	3,8	236,8	185,3	156,5	16,0	13,5	3,0	
III	752,0	654,3	94,9	58,6	12,6	5,0	3,1	237,8	186,3	152,2	15,8	12,9	3,4	
IV	758,7	669,7	86,5	69,6	11,4	5,8	1,6	250,4	192,6	153,3	16,0	12,7	3,9	
	Tasas de	crecimient	o interanuale	es	Diferencia	sobre año	anterior		s de crecim interanuale		Diferen	cia sobre af	io anterio	
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	2,2	6,6	-21,8	68,7	-3,5	2,1	-4,5	11,5	6,6	-0,9	-O, 1	-1,1	1,1	
022	5,4	10,0	-30,2	5,1	-3,9	-0,1	-2,7	12,0	10,2	6,4	0,4	-0,1	1,2	
2023	4,7	6,0	-10,8	9,5	-1,1	0,2	-0,9	9,3	6,9	8,5	0,1	0,3	-0,5	
2020 I	4,0	0,0	64,5	2,5	3,5	0,0	2,3	-2,8	-3,7	1,3	-0,8	0,0	-0,9	
II	-1,0	-6,3	62,6	-3,3	4,8	0,0	3,3	-10,9	-3,7	-8,7	0,1	-0,7	0,7	
III	-2,5	-8,7	71,0	-1,2	5,8	0,2	3,9	-13,8	-7,9	-13,4	-0,1	-1,0	0,8	
	-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	
IV		-12,5	60,3	8,4	6,7	0,7	4,1	-15,6	-8,0	-17,1	0,3	-1,2	1,9	
IV 2021 I	-5,3													
		-2,0	4,3	31,2	0,7	1,1	-0,7	-2,5	-3,3	-7,8	-0,4	-1,0	1,0	
2021 I	-1,1	-2,0 0,9	4,3 -6,9	31,2 41,6	0,7 -0,9	1,1 1,4	-0,7 -2,1	-2,5 1,2	-3,3 1,2	-7,8 -6,1	-0,4 -0,2	-1,0 -1,2	1,0 1,4	

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

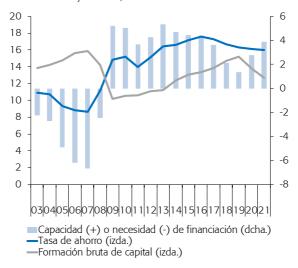
Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

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



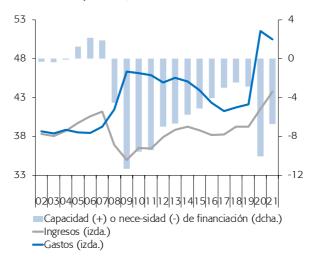
Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas Previsiones en azul

1 10 110	Ingresos no financieros								Gas	tos no finan	rieros			Capacidad	Capacidao
		Impues- tos a la produc- ción y a las importa- ciones	Impues- tos sobre la renta y la riqueza	Contri- buciones sociales	Capital y otros ingresos	Total	Remune- ración de asalaria- dos	Consumo interme- dio	Intereses	Prestacio- nes sociales y transfe- rencias en especie	Forma- ción bruta de capital y otros gastos de capital	Otros gastos	Total	(+) o necesidad (-) de financia- ción	(+) o ne- cesidad (- de finan- ciación excluyend ayudas a entidades financiera
		1	2	3	4	5=1+2 +3+4	6	7	8	9	10	11	12=6+7 +8+9+10+11	13=5-12	14
							MM euros	, suma mo	ovil 4 trim	estres					
2015		126,4	107,1	131,5	52,5	417,6	119,2	59,0	32,8	198,6	36,9	28,3	474,8	-57,2	-55,2
2016		128,9	110,0	135,6	50,8	425,3	121,5	58,7	30,7	203,0	30,8	28,4	473,1	-47,9	-45,6
2017		135,1	116,9	142,4	49,5	444,0	123,5	59,9	29,3	207,4	31,8	28,1	480,0	-36,1	-34,8
2018		141,2	127,3	149,5	54,2	472,1	127,6	62,1	29,3	216,6	37,9	29,8	503,3	-31,2	-30,0
2019		143,0	129,1	160,7	55,7	488,5	134,7	64,7	28,4	229,6	37,7	31,6	526,6	-38,1	-35,7
2020		126,5	125,3	162,2	51,5	465,5	140,5	66,5	25,2	262,2	44,8	41,5	580,7	-115,2	-113,1
2021		146,2	143,5	172,5	64,8	527,0	147,4	71,3	26,1	264,0	58,8	42,2	609,8	-82,8	-81,5
2022		157,1	147,5	176,7	77,6	558,9	150,5	74,5	27,9	270,2	61,8	38,8	623,7	-64,8	-64,8
2023		166,4	159,0	183,3	74,4	583,1	152,7	79,7	32,4	287,7	58,7	33,9	645,1	-61,9	-61,9
2020	I	141,9	130,6	161,6	56,4	490,5	135,9	64,6	27,9	234,2	39,8	32,1	534,5	-44,1	-41,8
	П	131,9	126,6	161,6	53,7	473,8	137,0	65,0	26,6	250,3	40,4	37,5	556,8	-83,1	-80,9
I	Ш	128,4	126,7	161,5	52,4	469,0	138,4	65,4	26,0	255,9	40,8	38,8	565,4	-96,4	-94,2
I	IV	126,5	125,3	162,2	51,5	465,5	140,5	66,5	25,2	262,2	44,8	41,5	580,7	-115,2	-113,1
2021	I	126,5	126,1	164,1	50,4	467,1	142,4	67,7	25,4	267,4	46,7	43,0	592,6	-125,5	-123,3
	II	136,3	132,2	166,5	53,8	488,9	144,8	68,9	25,5	260,8	46,9	39,9	586,8	-97,9	-96,2
I	Ш	141,7	133,6	169,7	58,7	503,8	146,4	70,1	25,3	261,6	52,3	40,3	595,9	-92,1	-90,8
I	IV	146,2	143,5	172,5	64,8	527,0	147,4	71,3	26,1	264,0	58,8	42,2	609,8	-82,8	-81,5
						Porc	entaje del	PIB, sum	a móvil 4	trimestres	;				
2015		11,7	9,9	12,2	4,9	38,8	11,1	5,5	3,0	18,4	3,4	2,6	44,1	-5,3	-5,1
2016		11,6	9,9	12,2	4,6	38,2	10,9	5,3	2,8	18,2	2,8	2,6	42,5	-4,3	-4,1
2017		11,6	10,1	12,3	4,3	38,2	10,6	5,2	2,5	17,9	2,7	2,4	41,3	-3,1	-3,0
2018		11,7	10,6	12,4	4,5	39,2	10,6	5,2	2,4	18,0	3,1	2,5	41,8	-2,6	-2,5
2019		11,5	10,4	12,9	4,5	39,3	10,8	5,2	2,3	18,5	3,0	2,5	42,3	-3,1	-2,9
2020		11,3	11,2	14,5	4,6	41,5	12,5	5,9	2,3	23,4	4,0	3,7	51,8	-10,3	-10,1
2021		12,1	11,9	14,3	5,4	43,7	12,2	5,9	2,2	21,9	4,9	3,5	50,6	-6,9	-6,8
2022		12,1	11,4	13,6	6,0	43,1	11,6	5,8	2,2	20,9	4,8	3,0	48,1	-5,0	-5,0
2023		12,1	11,6	13,3	5,4	42,4	11,1	5,8	2,4	20,9	4,3	2,5	46,9	-4,5	-4,5
2020	I	11,5	10,6	13,1	4,6	39,7	11,0	5,2	2,3	19,0	3,2	2,6	43,3	-3,6	-3,4
	П	11,3	10,8	13,8	4,6	40,5	11,7	5,6	2,3	21,4	3,5	3,2	47,6	-7,1	-6,9
	Ш	11,2	11,1	14,1	4,6	40,9	12,1	5,7	2,3	22,3	3,6	3,4	49,3	-8,4	-8,2
1	IV	11,3	11,2	14,5	4,6	41,5	12,5	5,9	2,3	23,4	4,0	3,7	51,8	-10,3	-10,1
	1	11,4	11,3	14,8	4,5	42,0	12,8	6,1	2,3	24,0	4,2	3,9	53,3	-11,3	-11,1
2021					1.0	40.1	12.5	5,9	2,2	22,5	4,0	3,4	50,5	-8,4	-8,3
2021	II	11,7	11,4	14,3	4,6	42,1	12,5	2,3	2,2	22,0	-,-	-/ -	,	٥, ٠	0,0
2021		11,7 12,0 12,1	11,4 11,4 11,9	14,3 14,4 14,3	5,0 5,4	42,1 42,8 43,7	12,5 12,4 12,2	6,0 5,9	2,1	22,2	4,4	3,4 3,5	50,6 50,6	-7,8 -6,9	-7,7 -6,8

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

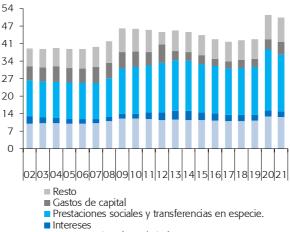
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

Gráfico 6.2.- Sector público: principales gastos

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Remuneración de asalariados

Cuadro 7

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

Previsiones en azul

	Ca	pacidad (+) o	necesidad (-) de fin	anciación (a)				Deuda		Total AA. PP. consolidado 1.113,7 1.145,1 1.183,4 1.208,9 1.223,4 1.345,8 1.427,2 1.489,2 1.547,8 1.258,7			
	Admón. central	CC. AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA. PP.	Admón. central	CC. AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social				
	мм	euros, suma	a móvil 4 trimest	res			ММ	euros, final de p	eriodo				
2015	-28,2	-18,9	4,6	-12,9	-55,2	982,9	263,3	35,1	17,2	1.113,7			
2016	-25,7	-9,5	7,0	-17,4	-45,6	1.008,9	277,0	32,2	17,2	1.145,1			
2017	-20,6	-4,2	6,7	-16,8	-34,8	1.049,8	288,1	29,0	27,4	1.183,4			
2018	-15,7	-3,3	6,3	-17,3	-30,0	1.082,8	293,4	25,8	41,2	1.208,9			
2019	-16,4	-7,3	3,8	-15,9	-35,7	1.095,8	295,1	23,2	55,0	1.223,4			
2020	-84,2	-2,4	2,9	-29,3	-113,1	1.206,6	304,0	22,0	85,4	1.345,8			
2021	-72,1	-0,3	3,3	-12,3	-81,5	1.280,0	312,6	22,1	97,2	1.427,2			
2022	-				-64,8				-	1.489,2			
2023	_				-61,9	_	_		_	1.547,8			
2020	I -15,1	-8,2	3,8	-22,3	-41,8	1.129,2	298,3	22,9	55,0	1.258,7			
	II -54,5	-6,6	2,5	-22,2	-80,9	1.193,3	305,7	25,0	68,9	1.325,1			
	III -64,7	-2,0	3,5	-30,9	-94,2	1.211,9	301,9	23,7	74,9	1.342,4			
	IV -84,2	-2,4	2,9	-29,3	-113,1	1.206,6	304,0	22,0	85,4	1.345,8			
2021	I -94,0	-3,3	3,2	-29,3	-123,3	1.247,8	307,7	22,1	85,4	1.393,1			
	II -74,6	-2,2	3,8	-23,2	-96,2	1.273,4	312,0	22,7	91,9	1.424,7			
	III -84,3	4,6	3,7	-14,7	-90,8	1.281,4	312,3	22,3	91,9	1.432,3			
	IV -72,1	-0,3	3,3	-12,3	-81,5	1.280,0	312,6	22,1	97,2	1.427,2			
	,		uma móvil 4 trin		01,3	1.200,0		Porcentaje del PI		1.127,2			
2015	-2,6	-1,8	0,4	-1,2	-5,1	91,2	24,4	3,3	1,6	103,3			
2015	-2,3	-0,9	0,6	-1,6	-4,1	90,6	24,9	2,9	1,5	102,8			
2010	-1,8	-0,9	0,6	-1,4	-3,0	90,4	24,8	2,5	2,4	101,9			
2017	-1,3	-0,3	0,5	-1,4	-2,5	90,0	24,4	2,1	3,4	100,5			
2019	-1,3	-0,6	0,3	-1,3	-2,9	88,1	23,7	1,9	4,4	98,3			
2020	-7,5	-0,2	0,3	-2,6	-10,1	107,5	27,1	2,0	7,6	120,0			
2021	-6,0	0,0	0,3	-1,0	-6,8	106,2	25,9	1,8	8,1	118,4			
2022					-5,0					114,9			
2023	_				-4,5					112,5			
2020	I -1,2	-0,7	0,3	-1,8	-3,4	91,6	24,2	1,9	4,5	102,1			
	II -4,7	-0,6	0,2	-1,9	-6,9	102,1	26,1	2,1	5,9	113,3			
	III -5,6	-0,2	0,3	-2,7	-8,2	105,7	26,3	2,1	6,5	117,1			
	IV -7,5	-0,2	0,3	-2,6	-10,1	107,5	27,1	2,0	7,6	120,0			
2021	I -8,4	-0,3	0,3	-2,6	-11,1	112,1	27,6	2,0	7,7	125,1			
	II -6,4	-0,2	0,3	-2,0	-8,3	109,8	26,9	2,0	7,9	122,8			
	,												
	,	0,4	0,3	-1,3	-7,7	109,0	26,6	1,9	7,8	121,8			
	IV -6,0	0,0	0,3	-1,0	-6,8	106,2	25,9	1,8	8,1	118,4			

⁽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

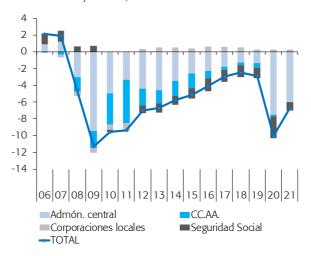
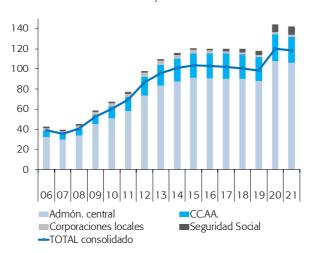


Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

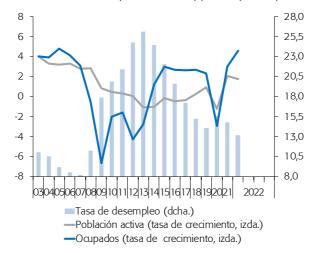
		Población de 16 o	Població	on activa	Ocup	ados	Desemp	oleados	Tasa de activi- dad 16 o más	Tasa de		Tasa de deser	mpleo (c)	
		más años							años (a)	o más años (b)	Total	16-24 años	Españo- les	Extranje- ros
			Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE		CVE			Ori	ginal
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13
				Millo	nes						Porcenta	ije		
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	23,4		20,3		3,1		58,7	50,8	13,4			
2023		40,0	23,6		20,6		3,0		59,0	51,4	12,9			
2020	Ш	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
	Ш	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
	Ш	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
	Ш	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
2022	I	39,8	23,3	23,4	20,1	20,4	3,2	3,1	59,0	51,2	13,2	28,9	12,5	21,3
			Ta	sas de creo	imiento (d)			Dif	ferencia sobr	e el año	anterior en	PP	
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	0,8	-	2,5		-8,6	-	0,2	1,0	-1,4	-		-
2023		0,4	0,8	-	1,5		-3,1	-	0,3	0,5	-0,5			
2020	Ш	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
	Ш	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	- 1	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
	Ш	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
	Ш	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
2022	- 1	0,3	1,7	1,5	4,6	4,7	-13,1	-15,3	0,7	2,1	-2,6	-9,8	-2,0	-4,9

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

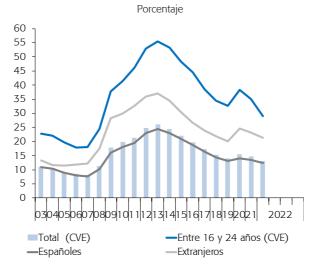
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

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







Cuadro 9

Índice de precios al consumo Previsiones en azul

		Total	Total sin alimentos		Sin alimentos no elabo	orados ni energía		Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos
			ni energía	Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados	elaborados		
% of total 2021	in	100,00	62,28	79,09	23,28	39,01	16,81	8,92	11,98	25,73
					Índices, 2021 :	= 100				
016		93,2	96,0	95,8	98,7	94,4	95,3	87,4	80,6	92,6
017		95,0	97,0	96,8	98,9	95,9	96,0	89,6	87,1	93,8
018		96,6	97,9	97,7	98,9	97,3	96,9	92,4	92,4	95,5
019		97,3	98,9	98,5	99,2	98,7	97,5	94,2	91,3	96,3
020		97,0	99,4	99,2	99,4	99,4	98,7	97,7	82,5	98,4
021		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
022		107,0	103,5	104,6	103,5	103,5	108,5	109,7	120,3	108,9
023		110,3	107,2	108,4	105,9	107,9	112,6	117,5	116,1	114,3
					Tasas de crecimient	o interanual				
016		-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,3
017		2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3
018		1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8
019		0,7	1,0	0,9	0,3	1,4	0,5	1,9	-1,2	0,9
020		-0,3	0,6	0,7	0,2	0,8	1,3	3,7	-9,6	2,1
021		3,1	0,6	0,8	0,6	0,6	1,3	2,4	21,2	1,7
022		7,0	3,5	4,6	3,5	3,5	8,5	9,7	20,3	8,9
023		3,1	3,6	3,6	2,4	4,3	3,8	7,1	-3,5	4,9
022	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	9,8	2,7	3,4	3,2	2,4	6,2	6,7	60,9	6,4
	Abr	8,3	3,3	4,4	3,3	3,3	8,7	10,5	33,7	9,3
	May	7,6	3,4	4,6	3,4	3,4	9,0	10,5	24,7	9,5
	Jun	7,1	3,7	4,9	3,6	3,7	9,3	11,6	17,4	10,0
	Jul	7,5	4,1	5,3	3,8	4,2	9,6	11,4	17,8	10,2
	Ago	7,3	4,4	5,6	3,9	4,6	9,9	10,9	14,7	10,2
	Sep	6,7	4,2	5,4	3,9	4,3	10,1	12,0	9,6	10,7
	Oct	5,8	4,1	5,3	3,8	4,2	10,0	12,8	3,0	11,0
	Nov	5,9	4,0	5,3	3,8	4,2	10,0	11,1	4,5	10,4
	Dic	4,8	4,2	5,3	3,8	4,5	9,5	9,0	-1,5	9,3
023	Ene	4,6	4,1	5,1	3,1	4,8	8,8	9,4	-2,6	9,0
	Feb	3,9	4,0	4,7	2,8	4,7	7,3	9,9	-5,5	8,2
	Mar	1,4	4,2	4,7	2,9	4,9	6,5	7,7	-20,0	6,9
	Abr	2,4	3,8	3,8	2,7	4,4	3,9	4,2	-7,5	4,0
	May	3,0	3,8	3,7	2,6	4,5	3,6	4,0	-2,3	3,7
	Jun	3,2	3,6	3,5	2,5	4,2	3,3	3,8	0,2	3,5
	Jul	2,9	3,4	3,3	2,3	4,0	2,9	3,6	0,0	3,2
	Ago	3,2	3,2	3,0	2,1	3,8	2,6	9,0	0,0	4,8
	Sep	3,2	3,2	3,0	2,0	3,9	2,3	8,7	0,0	4,5
	Oct	3,1	3,2	3,0	2,0	4,0	2,0	8,5	0,0	4,3
	Nov	3,1	3,3	3,0	1,9	4,1	1,7	8,3	0,0	4,0
	Dic	2,9	3,1	2,7	1,8	3,9	1,4	8,1	0,0	3,7

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

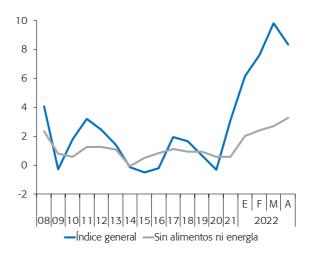
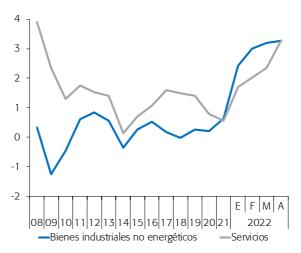


Gráfico 9.2.- Tasa de inflación (II)

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)		de precios ustriales	Precio de	la vivienda	Precios del suelo urbano	Encuest	a trimestral de	costes labor	ales	Incrementos salariales pactados en
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)	(M. de Fomento)	Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes labo- rales totales por hora trabajada	pactados en negociación colectiva
	2015=100	201	15=100		2007=100			2000=1	00		
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	110,4	88,2	80,6	54,3	154,0	151,5	161,5	172,3	
2022 (b)	109,6	146,9	119,7								
2020 I	l 105,1	96,3	102,6	84,8	78,3	50,1	138,1	135,1	147,2	180,2	
II	l 105,9	99,2	102,8	85,7	78,8	49,3	142,7	139,2	153,5	174,0	
 [\		99,9	103,6	85,0	78,9	51,0	155,5	154,4	159,1	180,5	
2021	-,	104,0	106,2	85,4	79,0	49,0	147,3	142,9	160,7	163,5	
	,										
l II		110,3	109,5	87,5	80,2	58,3	156,4	154,6	161,8	170,8	
1\		118,2 132,9	111,4 114,4	89,3 90,4	80,8 82,4	52,4 57,5	149,7 162,5	146,2 162,2	160,3 163,3	175,2 179,7	
2022 I (b)	, ,	146,9	119,7	90,4		27,2	102,5	102,2		179,7	_
2022 Fne		141,8	117,7								
Feb		144,7	117,7	_			_				_
Ma		154,2	122,1	_							-
IVIG		134,2	122,1	Tasa	s de crecimient	o interanuale	s (c)				
2014	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,1	0,5
2014	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,1	0,3
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,7	-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)	3,7	41,3	12,7			-					2,4
2022 (d)		-7,7	-0,7	2,1	-1,7	-15,1	-8,3	-9,4	-5,0	12,3	2,0
II		-3,9	-0,4	1,7	-1,1	-15,2	-1,1	-0,9	-1,6	4,2	1,9
I۱		-2,8	0,5	1,5	-1,8	-9,7	-0,1	-0,7	1,6	5,4	1,9
2021	1,2	2,6	2,6	0,9	-0,9	-16,9	1,4	1,0	2,6	3,1	1,6
ı		14,5	6,7	3,3	2,4	16,3	13,2	14,4	9,9	-5,2	1,6
		19,1	8,4	4,2	2,6	6,2	4,9	5,0	4,4	0,7	1,5
1\		33,1	10,4	6,4	4,4	12,7	4,9	5,0	2,7	-0,4	1,5
2022 I (e)		41,3	12,7	-	7,7	14,7	4,2	١, ١	۷,1	-0,4	2,4
2022 Feb		41,2	12,7		_						2,4
Mai		46,6	13,7	_	_					_	2,4
Abi		40,0	15,7		_						2,4
ADI											∠,4

(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

findice (2007=100)

105
95
85
75
65
45
08|09|10|11|12|13|14|15|16|17|18|19|20|21| 2022

-Vivienda (INE)
-Vivienda (M. Fomento)

Gráfico 10.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual

-Suelo urbano (M. Fomento)



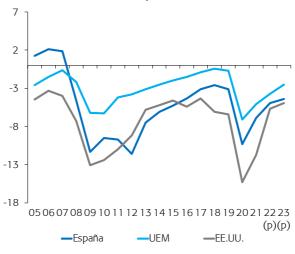
Cuadro 11 **Desequilibrios: comparación internacional** En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AA.PP.			Deuda	pública bruta consc	olidada	Balanza de pagos por cuenta corrier (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
			Mi	les de millones	de moneda nac	cional			
2008	-50,7	-208,0	-1.084,5	440,6	6.705,0	10.699,8	-98,8	-49,1	-704,2
2009	-120,6	-578,3	-1.896,6	569,5	7.444,7	12.311,3	-43,7	64,9	-383,1
2010	-102,2	-598,3	-1.863,1	649,2	8.189,2	14.025,2	-39,2	59,1	-439,8
2011	-103,6	-416,1	-1.709,1	743,0	8.648,5	15.222,9	-29,0	88,5	-460,3
2012	-119,1	-374,6	-1.493,3	927,8	9.142,2	16.432,7	0,9	230,0	-423,9
2013	-76,8	-305,4	-977,3	1.025,7	9.466,9	17.352,0	20,8	285,1	-352,1
2014	-63,1	-253,1	-910,4	1.084,8	9.709,1	18.141,4	17,5	320,1	-376,2
2015	-57,2	-210,1	-837,2	1.113,7	9.828,8	18.922,2	21,8	359,2	-424,7
2016	-47,9	-159,7	-1.010,1	1.145,1	10.003,7	19.976,8	35,4	390,5	-403,7
2017	-36,1	-105,3	-833,7	1.183,4	10.089,5	20.492,7	32,2	414,5	-372,9
2018	-31,2	-51,9	-1.261,8	1.208,9	10.188,2	21.974,1	22,6	418,0	-440,3
2019	-38,1	-79,6	-1.363,9	1.223,4	10.273,2	23.201,4	26,2	343,4	-479,8
2020	-115,2	-806,9	-3.198,8	1.345,8	11.321,6	27.747,8	9,3	301,1	-587,1
2021	-82,8	-625,7	-2.680,4	1.427,2	11.945,1	29.617,2	11,5	386,0	-828,7
2022	-63,2	-483,5	-1.445,5	1.496,4	12.389,7	31.072,6	23,5	308,9	-979,4
2023	-60,3	-342,3	-1.297,1	1.563,7	12.796,9	32.340,5	28,5	396,4	-913,0
				Porcent	taje del PIB				
2008	-4,6	-2,2	-7,3	39,7	69,7	72,4	-8,9	-0,5	-4,8
2009	-11,3	-6,2	-13,1	53,3	80,3	85,0	-4,1	0,7	-2,6
2010	-9,5	-6,3	-12,4	60,5	85,9	93,2	-3,7	0,6	-2,9
2011	-9,7	-4,2	-11,0	69,9	88,3	97,6	-2,7	0,9	-3,0
2012	-11,6	-3,8	-9,2	90,0	92,9	101,1	0,1	2,3	-2,6
2013	-7,5	-3,1	-5,8	100,5	95,3	103,0	2,0	2,9	-2,1
2014	-6,1	-2,5	-5,2	105,1	95,5	103,4	1,7	3,1	-2,1
2015	-5,3	-2,0	-4,6	103,3	93,4	103,9	2,0	3,4	-2,3
2016	-4,3	-1,5	-5,4	102,8	92,5	106,9	3,2	3,6	-2,2
2017	-3,1	-0,9	-4,3	101,9	89,9	105,2	2,8	3,7	-1,9
2018	-2,6	-0,4	-6,1	100,5	87,8	107,0	1,9	3,6	-2,1
2019	-3,1	-0,7	-6,4	98,3	85,7	108,6	2,1	2,9	-2,2
2020	-10,3	-7,1	-15,3	120,0	99,2	132,8	0,8	2,6	-2,8
2021	-6,9	-5,1	-11,7	118,4	97,4	128,8	1,0	3,2	-3,6
2022	-4,9	-3,7	-5,7	115,1	94,7	123,4	1,8	2,4	-3,9
2023	-4,4	-2,5	-4,9	113,7	92,7	122,1	2,1	2,9	-3,4

Fuente: Comisión Europea. Previsiones, primavera 2022.

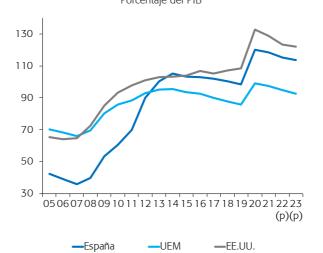
Gráfico 11.1.- Saldo de las AA. PP.

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Cuadro 1 Población

				Pobl	ación					
	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	47.385.107	43,8	19,6	80,2	85,8	53,4	30,1	15,5	662.173	62.324
2022•	47.435.597	44,1	20,0			53,5	30,7	15,8		
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	15,6	11,0					
2022■	19.040	2,49							
Fuentes:	FPA	FPA	FPF	FPF					

	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				
2021	6,3	5,6				3,4				
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MNP				

Cuadro 2 (continuación)

Hogares y familias

			Fecundid	lad		
	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	1,13	1,47	47,6	10,3	65,8
2021	31,6	1,16	1,38			
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

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

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

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 1.000 habitantes.

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

Los datos se refieren al período enero-marzo.

Cuadro 3

Educación

		Formación al	canzada (%)	
	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
2022■	16,1	5,9	32,3	48,7
Fuentes	EPA	EPA	EPA	EPA

	E:	studiantes matr	Gasto en e	ducación			
	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)
2012	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.

[■] Los datos se refieren al período enero-marzo.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*										
		Seguridad Social									
	Desempleo	Ju	bilación	Incapacida	d permanente	Viuc	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	749.377◆	6.232.104■	1.249■	951.732■	1.035■	2.351.739	776■				
Fuentes:	INEM	INSS	INSS	INSS	INSS	INSS	INSS				

	Prestaciones no contributivas/asistenciales									
		Seguridad								
	Desempleo	Jubilación	Invalidez	Otras						
	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	904.440 •	264.308■	182.159■	11.005■						
Fuentes:	INEM	IMSERSO	IMSERSO	IMSERSO						

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

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Ga	isto		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•	2,0	0,8	3,7	0,7			
Fuentes	Eurostat	Eurostat	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS			

^{*} No se incluyen los datos de prestaciones por orfandad y favor familiar..

Los datos se refieren al período enero-abril.

[•] Los datos se refieren al período enero-mayo.

Cuadro 5 (continuación)

Protección social: sanidad

	Satisfa	acción*	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 quirúgicas 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		
2020			148	99		
2021			121	75		
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".

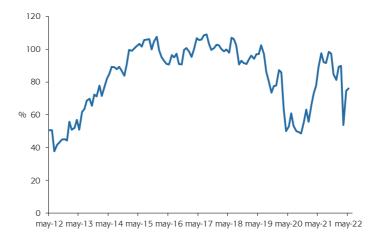
[·] Datos provisionales.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico :

Evolución del ICC (mayo 2012-mayo 2022)

El crecimiento del ICC se ralentiza en mayo tras el "rebote" de abril, manteniéndose por debajo del registrado hace un año



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 —o fijo y móvil— y un tercio, únicamente con teléfono móvil).

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

2. FLASH SOCIAL. La doble vertiente de la preocupación por la economía: problema de España y problema personal

Durante muchos años, el paro ha ocupado el primer puesto de los problemas de España en opinión de los españoles. En efecto, desde mediados de los años ochenta del pasado siglo, el porcentaje de entrevistados que, en los barómetros mensuales del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), han señalado el paro como uno de los tres principales problemas de España casi siempre ha superado el 50 %, llegando a ascender, en periodos de recesión económica, por encima del 90 %. Sin embargo, el problema del paro aparecía invariablemente en un lugar mucho menos destacado cuando se pedía a los entrevistados que señalaran los tres problemas que más les afectaban personalmente.

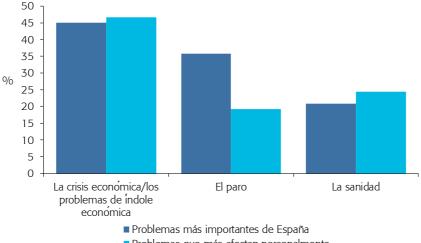
En los últimos meses se ha producido un cambio importante a este respecto. Ese primer lugar en el *ranking* de problemas importantes de España ha pasado a ocuparlo "la crisis económica" (o "los problemas económicos"). En junio de 2022, el 45 % de los entrevistados daban espontáneamente esta respuesta al ser preguntados por el primer, el segundo y el tercer problema principal de España. Este porcentaje se situaba casi 10 puntos por encima del de quienes, ante la misma pregunta, se referían al paro (36 %), que aparecía como segundo problema más importante, seguido de la sanidad (21 %) (Gráfico 2).

Cabe destacar el tamaño casi igual de las proporciones de entrevistados que responden "la crisis económica" al ser preguntados por los principales problemas de España y por los problemas que más les afectan personalmente (Gráfico 3). Más aún, como se aprecia al cruzar ambas respuestas, muchos de los entrevistados que mencionan la crisis económica como uno de los tres principales problemas de España también reconocen en ella el problema que más les afecta personalmente. Dos terceras partes (68 %) de los entrevistados que, en junio de 2022, señalaban la crisis económica como uno de los tres principales problemas de España aludían asimismo a ella como uno de los tres problemas que más les afectaban personalmente. Se observa, además, que la coincidencia en las respuestas ha ido aumentando en los últimos dos años (Gráfico 4).

Así pues, muchos ciudadanos identifican el principal problema de España con el suyo propio. Esa identificación agudiza el malestar social por la situación de la economía y probablemente encierra un potencial considerable de movilización pública.

Gráfico 2

Crisis económica, paro y sanidad: los principales problemas de España y los problemas que más afectan personalmente (junio de 2022)



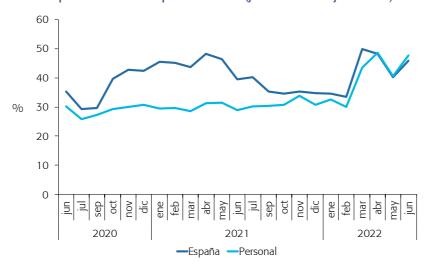
Problemas que más afectan personalmente

Preguntas: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" (Respuesta espontánea; multirrespuesta). "¿Y cuál es el problema que a Ud., personalmente, le afecta más? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" (Respuesta espontánea; multirrespuesta).

Nota: en el gráfico se representan los porcentajes acumulados de los problemas señalados en primer, segundo y tercer lugar. Fuente: CIS (www.cis.es), estudio 3366 (barómetro de junio de 2022).

Gráfico 3

Porcentaje de entrevistados que mencionan la crisis económica entre (1) los tres principales problemas de España y (2) los tres problemas que más les afectan personalmente (junio de 2020 – junio 2022)



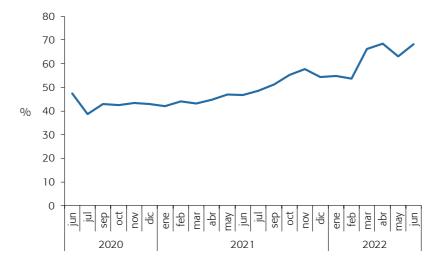
Preguntas: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" (Respuesta espontánea; multirrespuesta). "¿Y cuál es el problema que a Ud., personalmente, le afecta más? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" (Respuesta espontánea; multirrespuesta).

Respuesta: "La crisis económica, los problemas económicos".

Fuente: CIS (www.cis.es), barómetros de opinión mensuales.

Gráfico 4

Porcentaje de entrevistados que coinciden en mencionar la crisis económica como uno de los tres principales problemas de España y uno de los tres problemas que más les afectan personalmente (junio de 2020- junio de 2022)



Preguntas: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" (Respuesta espontánea; multirrespuesta). " ¿Y cuál es el problema que a Ud., personalmente, le afecta más? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" ((Respuesta espontánea; multirrespuesta).

Respuesta: "La crisis económica, los problemas económicos".

Fuente: CIS (www.cis.es), barómetros de opinión mensuales.

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 30 de junio de 2022

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	0,7	Abril 2022
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,3	Abril 2022
Dudosos (% var. mensual medio)	-0,5	Abril 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	2.198.845	Mayo 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	289.689	Mayo 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	16	Mayo 2022
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	53,15	Marzo 2022
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	13.310,65	Marzo 2022
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	118.280,77	Marzo 2022
Ratio "oficinas/entidades"	98,01	Diciembre 2022

A. Dinero y tipos de interés

7-1									
Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 mayo	2022 junio	Definición y cálculo		
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,1	12,3	6,9	5,6	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)		
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,4	-0,545	-0,572	-0,338	-0,191	Datos a día de publicación		
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,8	-0,499	-0,501	0,390	1,068	Datos a día de publicación		
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)		3,4	0,03	0,5	2,1	2,7	Tipos de interés del con- junto del mercado (no ex- clusivamente 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 sim- ples (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, que ha alcanzado cotas no vistas desde hace décadas. La preocupación sobre la misma se ha acrecentado en las últimas semanas y ha hecho necesarias acciones decididas de las autoridades monetarias. En este entorno, los tipos de interés interbancarios han aumentado en la primera mitad de junio. El euríbor a 3 meses ha subido desde el -0,338 % de mayo al -0,191 % de junio, mientras que el euríbor a 12 meses ha aumentado del 0,390 % de mayo al 1,068 % de junio. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha aumentado del 2,1 % de mayo al 2,7 % de junio, en un entorno de preocupación sobre las primas de riesgo soberano que ha hecho que el BCE anuncie el diseño de un nuevo mecanismo de compra de bonos.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 mayo	2022 junio	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al con- tado con letras del Tesoro	BE	36,1	28,8	27,9	15,26	31,17	(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 obli- gaciones del Estado	BE	23,3	18,5	14,1	10,88	12,25	(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	0,4	0,34	0,04	0,03	0,03	(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 obliga- ciones del Estado	BE	0,6	0,63	0,52	0,30	0,46	(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	0,4	-0,54	-0,62	-0,65	-0,47	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	1.309,5	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	-0,6	1,3	1,2	2,4	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contrata- ción bursátil (% var. men- sual medio)	BE y Bolsa de Madrid	2,1	10,7	0,5	-15,9	-12,4	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	1000,5	718,9	861,3	855,3	807,7 (a)	Con base 1985=100
15. lbex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.656,7	7.347,3	8.771,5	8.584,2	8.098,7 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 mayo	2022 junio	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/ rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,4	15,1	21,1	15,3	12,7 (a)	Ratio "cotización/ren- tabilidad del capital" en el IBEX-35
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	5,2	6,9	-	-	-	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	1,6	1,8	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,2	2,6	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	0,1	5,1	2,1	-34,6	9,5	Operaciones realiza- das sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	13,8	35,4	21,1	0	33,3	Operaciones realiza- das sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 30 de junio de 2022.

Comentario "Mercados financieros": en junio, los índices bursátiles se han seguido viendo afectados negativamente por la persistencia de la inflación y la creciente incertidumbre económica. La volatilidad se ha adueñado de los mercados. El IBEX-35 se sitúa en los 8.098,7 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 807,7 puntos. Por su parte, en el mes de mayo (último dato disponible) se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 31,17 %). Por otro lado, también se produjo un aumento en la ratio de contratación de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 12,25 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 9,5 % con respecto al mes precedente, mientras que las realizadas con opciones financieras sobre este mismo índice también lo hicieron en un 33,3 % con respecto al mes precedente.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

c. Anono y chacadamiento inidiciero								
Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2018	2019	2020	2021 (3T)	2021 (4T)	Definición y cálculo	
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-1,4	2,5	1,2	1,7	1,9	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financie- ros en relación al PIB según Cuentas Finan- cieras	
23. Ahorro financiero neto/ PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	1,7	2,2	7,2	3,8	2,7	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financie- ros en relación al PIB según Cuentas Finan- cieras	
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)		270,1	282,0	335,3	327,4	318,6	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hoga- res e instituciones sin fines de lucro al servi- cio 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 (3T)	2021 (4T)	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	59,8	58,4	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 Institu- ciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	0,5	5,9	1,8	-0,8	2,7	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Institu- ciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	-1,2	0,3	0,3	-0,7	0,8	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": en el cuarto trimestre de 2021, el ahorro financiero en el conjunto de la economía aumentó hasta el 1,9 % del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 2,7 % del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas ha disminuido hasta el 58,4 % del PIB.

Definición

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 marzo	2022 abril	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	5,2	-0,1	0,2	0,1	0,7	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	6,3	0,6	0,3	1,2	-0,3	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperati- vas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	8,8	0,8	-0,7	1,8	1,3	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperati- vas de crédito.
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	7,9	-0,2	0,1	-0,3	-0,6	Porcentaje de variación de las acciones y participa- ciones 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	-2,0	-1,9	0,5	1,6	2,0	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posi- ción neta a fin de mes en el mercado interbancario.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio (conti	tinuacion)
--	------------

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 marzo	2022 abril	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-0.8	-0,4	-1,4	-0,5	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperati- vas de crédito.
34. Cesiones temporales de activos (% var. men- sual medio)	BE	2,2	-0,4	0,6	5,8	3,3	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	6,7	-0,3	-0,1	-1,3	-1,1	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": en abril, último dato disponible, se observó un aumento del crédito al sector privado del 0,7 %. Los depósitos disminuyeron un 0,3 %. Los valores de renta fija incrementaron su peso en balance un 1,3 % mientras que las acciones y participaciones cayeron en un 0,6 %. Asimismo, se produjo una reducción en el volumen de préstamos dudosos del 0,5 % 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 diciembre	2022 marzo	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	179	114	113	110	111	Número total de bancos. cajas y coope- rativas de crédito ope- rando en el territorio español.
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	76	81	78	84	82	Número total de enti- dades de depósito ex- tranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	231.976	176.838	175.185	164.101	164.101 (a)	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	37.607	23.851	22.589	19.015	18.467	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entida- des financieras de la eurozona) (millo- nes de euros)	BE	371.551	642.118	1.774.798	2.206.332	2.198.845 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilida-) des permanentes del Banco Central Euro- peo. Total eurozona
41. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entida- des financieras es- pañolas) (millones de euros)	BE	79.421	132.611	260.971	289.545	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 diciembre	2022 marzo	Definición y cálculo
42. Apelación al Eu- rosistema (total en- tidades financieras españolas): opera- ciones principales de financiación (millones de euros)	BE	26.049	102	3	16	16 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

- (a): Diciembre de 2021.
- (b): Último dato a 31 de mayo de 2022.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": en mayo de 2022, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 289.689 millones de euros.

PROMEMORIA: Desde enero de 2015, el Banco Central Europeo viene informando, asimismo, del importe de los distintos programas de compra de activos. En abril de 2022, su valor en España era de 616.510 millones de euros y de 4,9 billones de euros en el conjunto de la eurozona.

F. Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad A nartir de

Media

INDICADOR	datos de:	Media 2000-2018	2019	2020	2021 (4T)	2022 (1T)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/ margen ordinario"	BE	49,11	53,30	54,90	54,18	53,15	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 clien- tes/empleados" (miles de euros)	BE	4.219,37	9.574,38	11.173,92	12.137,18	13.310,65	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	111.819,77	118.280,77	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/ entidades"	BE	194,96	123,09	116.74	98,01	95,68	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/ oficinas"	BE	6,24	7,7	8,1	9,2	8,8	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,04	0,25	-2,4	0,6	0,2	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,43	0,59	0,4	0,5	0,4	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	5,78	6,96	-0,7	6,9	5,3	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": en el primer trimestre de 2022, se consolidó la 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 172. Evaluación de políticas públicas

PANORAMA SOCIAL

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

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 288. Consecuencias económicas de la guerra en Ucrania

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 11, N° 3 (2022). Considerations for Spain: Geopolitical risk on top of a challenging post-pandemic recovery

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 17. Junio (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)				
			España 8				
Papeles de Economía Española	4 números	55	Europa 40				
<u> </u>			Resto del mundo 80				
			España 12				
Cuadernos de Información Económica	6 números	45	Europa 60				
			Resto del mundo 120				
			España 4				
Panorama Social	2 números	25	Europa 20				
<u> </u>			Resto del mundo 40				
			España 12				
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	35	Europa 60				
			Resto del mundo 120				
			España 8				
Papeles de Energía	4 números	25	Europa 40				
<u> </u>			Resto del mundo 80				
Publicaciones no periódicas (Libros, Estudios) disponibles solamente en formato digital gratuito.							

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria. Descuento editorial: 10 % a bibliotecas, librerías y agencias.

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



cecabank



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