

La vivienda: moderación en una nueva fase del ciclo

El mercado de la vivienda
y el cambio de ciclo

La banca ante la subida
de tipos

Traslación de tipos
al margen bancario

Política monetaria y precio
del crédito a empresas

Coyuntura fiscal:
luces y sombras

Vulnerabilidad
y dependencia
en el suministro de gas

Riesgo climático
y mercados inmobiliarios

INDICADORES
ECONÓMICOS, SOCIALES
Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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

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

Diseño
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

ISSN: 2254-3422

© Funcas

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

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

Gregorio Villalabeitia Galarraga

Cuadernos de Información Económica

290

septiembre/octubre 2022



CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	El mercado de la vivienda ante el cambio de ciclo económico <i>Raymond Torres</i>
	7	Los bancos españoles ante la vuelta de los tipos de interés <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	15	Del euríbor al margen de intermediación en dos etapas: diferente reprecación de activos y pasivos <i>Marta Alborni, Ángel Berges y María Rodríguez</i>
	21	Política monetaria y crédito a empresas: impacto en el <i>pricing</i> <i>Antonio Mota, Diego Aires, Fernando Rojas y Francisco del Olmo</i>
	31	Una coyuntura fiscal al albur de la incertidumbre <i>Santiago Lago Peñas</i>
	39	España es menos vulnerable a un racionamiento de gas que otros países europeos <i>María Romero y Juan Sosa</i>
	47	Riesgo climático en mercados inmobiliarios. Evidencia desde La Manga <i>Rajdeep Chakraborti y Pedro Gete</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	58	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	81	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	89	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Sumario

Carta de la Redacción

El deterioro de las expectativas económicas provocado por la crisis energética y la inflación, el giro de la política monetaria y las tensiones geopolíticas dibujan un panorama cada vez más incierto que tiene su reflejo en un conjunto de previsiones que nos aproximan al riesgo de recesión. El panel de Funcas apunta a un crecimiento muy débil del 0,1 % en el tercer trimestre de 2022 seguido de una caída de dos décimas en el cuarto trimestre. Esta fuerte desaceleración se trasladaría a 2023, año en el que la previsión de consenso se sitúa en una media anual del 1,9 %. En este contexto resulta pertinente preguntarse por el comportamiento presente y futuro del mercado de la vivienda, cuyos delicados antecedentes son siempre motivo de referencia comparativa con la situación de cada momento. Los últimos datos disponibles muestran que, pese al frenazo de la actividad económica, el mercado sigue expandiéndose tanto en lo que se refiere al número de transacciones como a los precios, aunque también se advierten síntomas de moderación. Como señala **RAYMOND TORRES** en su artículo, a pesar de la pérdida de capacidad de compra generada por la inflación, los excedentes de ahorro acumulados durante la pandemia y la evolución relativamente favorable del empleo siguen impulsando la demanda, y el incremento de precios durante 2022 podría situarse en el entorno del 6 % en media anual. Este ciclo alcista, sin embargo, se sitúa aún a bastante distancia del cénit de la burbuja inmobiliaria de hace quince años y podría estar alcanzando un punto de inflexión debido principalmente a la subida del euríbor, que actúa como referencia principal del mercado hipotecario. El esfuerzo financiero de los hogares supera ya ligeramente la media histórica y solo cabe esperar una moderación de la demanda a medida que aquel se incrementa. Cabe concluir, por tanto, que ante el encarecimiento de las

condiciones de financiación el mercado de la vivienda en España no tardará en debilitarse, sobre todo a partir de 2023. Sin embargo, no nos asomamos a un fuerte repunte de la morosidad ni a un parón del mercado y la evolución de los precios estará muy en línea con la renta disponible de los hogares, compatible además con ratios prudenciales en concepto de cargas financieras con relación a sus ingresos.

¿Cómo puede afectar la subida del euríbor al margen de intermediación bancario? A lo largo de más de cinco años el euríbor a doce meses ha permanecido en terreno negativo, comprimiendo a la baja los márgenes de intereses de la banca ante unos activos cuya rentabilidad no cesaba de bajar y unos depósitos a los que era prácticamente imposible aplicar tipos negativos. El cambio radical en la política monetaria de los principales bancos centrales se ha dejado sentir, incluso con mayor celeridad de la prevista, en los tipos de interés del mercado interbancario. La expectativa de crecimiento de los márgenes bancarios ante la subida progresiva de los tipos de interés es muy posible que no se materialice de forma inmediata, ni tampoco en la misma proporción que el precio del dinero. Es de esperar que una subida de los tipos de referencia en el mercado interbancario se traslade, con mayor o menor velocidad e intensidad, al margen de intermediación. El propio Banco Central Europeo se refería en su último Informe de Estabilidad Financiera al impacto esperado de un desplazamiento hacia arriba de la curva de tipos sobre la rentabilidad del capital de las entidades europeas. Pero dicha traslación se encuentra con dos tipos de frenos. En primer lugar, porque los cambios en las condiciones macroeconómicas y financieras que acompañan a la normalización de los tipos de interés nos remiten a un entorno repleto de incertidumbres, entre las que cabe

destacar un proceso inflacionista grave, una amenaza de recesión económica y la debilidad financiera de gran parte del tejido empresarial de numerosos países. Y en segundo lugar, porque el ritmo de reprecación es más lento para los activos bancarios, principalmente los préstamos hipotecarios, que para los pasivos, lo que daría lugar a un efecto inicial de caída en el margen, previo a su posterior recuperación.

El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ analiza la evolución que puede seguir la actividad bancaria en España tras la subida de los tipos de interés. Si bien pueden existir oportunidades de aumento de los resultados bajo una mejor evaluación del binomio rentabilidad-riesgo, el contexto en el que se produce este cambio de ambiente monetario es ciertamente complicado. Y no solo por efecto de las variables macroeconómicas o las presiones competitivas de otros competidores del mundo tecnológico, sino también, en el interior mismo del negocio bancario, porque habrá que prestar atención a la viabilidad de muchas empresas ante el aumento del coste de financiación, así como a la evolución de la morosidad de los préstamos con avales públicos y a la finalización de las moratorias de crédito. Se trata de riesgos arrastrados desde la crisis financiera internacional en gran parte y provenientes en otro caso de las políticas de apoyo a la liquidez implementadas durante la crisis pandémica.

La relación directa entre el nivel de tipos y el margen se ve corroborada por la evidencia histórica, como indican en su artículo MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ, de modo que a partir de esa relación estructural cabría anticipar un incremento del margen de intermediación de la banca española conforme el euríbor consolide su actual tendencia al alza. Ahora bien, ese efecto positivo sobre el margen no será inmediato, por la distinta sensibilidad que presentan los activos y pasivos del sistema bancario ante una subida de tipos, más lenta en la rentabilidad del crédito (lo que tiene que ver con la existencia de hipotecas a tipo fijo y con el esquema de reprecación vigente en las de tipo variable) que en el coste de los depósitos. El resultado sería un efecto en forma de “J” en el margen, con una ligera caída en los primeros meses, como ponen de relieve los últimos datos publicados por las entidades más representativas, a la que seguiría una tendencia creciente a partir sobre todo de 2023.

En el escenario actual de cambio de la política monetaria, cuando se atisban los efectos que el encarecimiento del crédito puede tener para la economía real, resulta de utilidad echar la vista atrás y

analizar el impacto que ha tenido la política monetaria no convencional de los últimos diez años sobre la financiación del tejido empresarial en los principales países de la eurozona. El artículo de ANTONIO MOTA, DIEGO AIRES, FERNANDO ROJAS y FRANCISCO DEL OLMO estima, en primer lugar, el tipo medio de concesión teórico (*pricing*) y las variables fundamentales que lo componen, y en segundo lugar, la relación de causalidad existente entre la política monetaria y dicho *pricing* mediante la aplicación de funciones impulso-respuesta. En lo que se refiere a la determinación del tipo medio de concesión teórico se toman en consideración la estructura de financiación de las entidades, los gastos operativos, el coste del riesgo asociado y la remuneración al accionista para los sistemas bancarios de Alemania, España, Francia e Italia. A su vez, en el estudio del impacto de las políticas monetarias expansivas sobre el *pricing*, se ofrece una segregación entre grandes empresas y pymes. Los resultados muestran que los programas de compra de bonos corporativos y los programas de liquidez al sector bancario tuvieron predominancia en el abaratamiento de los tipos de concesión a empresas, especialmente a las pymes, desde 2014. La reversión de las políticas monetarias no convencionales en el marco de la lucha contra la inflación derivará en subidas de los tipos de interés, como ya está sucediendo, lo que podría provocar un aumento de las insolvencias empresariales y, como consecuencia, un incremento adicional del tipo de concesión de crédito a empresas.

La ejecución presupuestaria de las cuentas públicas en España en los dos últimos años tiene su principal referencia en el positivo e inesperado comportamiento de la recaudación tributaria, que ha hecho posible una reducción del déficit público a lo largo de 2022 mayor que la que se venía contemplando en las previsiones. Como señala SANTIAGO LAGO PEÑAS en su artículo, factores como los programas públicos de mantenimiento de rentas durante la pandemia, las buenas cifras de empleo y, probablemente, la reducción de la economía sumergida por el impulso de la digitalización, pueden estar detrás de estos resultados en la trayectoria de los ingresos públicos. Sin embargo, las elevadas elasticidades recaudatorias que implica este comportamiento de los ingresos no tienen por qué mantenerse en el futuro, especialmente en un entorno macroeconómico caracterizado por un aumento de la inflación y una fuerte desaceleración de las tasas de crecimiento. El componente estructural del déficit público continuará todavía entre el 3 % y el 4 % del PIB en los dos próximos años, y de no introducirse cambios sustanciales en ingresos y gastos, el déficit total se mantendrá por encima del 4,5 % en 2023 y 2024. El

aplazamiento de la vuelta a las reglas fiscales europeas permite un ligero respiro en la aplicación de planes de consolidación fiscal, pero ello debería ser compatible con definir actuaciones que generen confianza y credibilidad en el compromiso de reducción del déficit y la deuda pública.

La guerra en Ucrania ha afectado de modo singular al suministro de gas ruso a los países de la Unión Europea, hasta el punto de plantear escenarios de racionamiento para los próximos meses. La escalada de precios responde precisamente al riesgo de un corte duradero de suministro que afectaría especialmente a algunos sectores económicos. El plan “Ahorrar gas para un invierno seguro”, diseñado por la Comisión Europea, pretende reducir el uso del gas en Europa en un 15 % entre el 1 de agosto de 2022 y el 31 de marzo de 2023, aunque dicho porcentaje solo sería del 7 % en el caso de España. MARÍA ROMERO y JUAN SOSA identifican en su artículo los sectores productivos más intensivos en consumo de energía y los que son más dependientes del gas procedente de Rusia. La industria metalúrgica, la extracción de productos no energéticos, la industria química y farmacéutica, y otros productos minerales no metálicos son los sectores con mayor dependencia energética en relación con su valor añadido bruto. A su vez, las actividades más dependientes del gas ruso son la industria extractiva, la química y farmacéutica y el sector del transporte y almacenamiento, pero su

dependencia es mucho menor que la de esas mismas actividades en el conjunto de la eurozona. De hecho, España será uno de los países europeos menos castigados por esta situación, aunque no será ajena a la adopción de medidas de reducción del consumo que afectarán al tejido productivo.

Entre las consecuencias derivadas del cambio climático, la subida del nivel del mar es una de las que podrían afectar de forma directa a las propiedades inmobiliarias situadas en las zonas costeras. Aunque las consecuencias distan todavía de haberse materializado, cabe plantearse hasta qué punto las expectativas de los agentes económicos pueden verse afectadas por este tipo de noticias, dando lugar a una reacción de los mercados inmobiliarios sobre los precios de venta de las viviendas y sobre los alquileres. A partir de un experimento natural basado en un informe que alertaba sobre las severas consecuencias del cambio climático en La Manga, RAJDEEP CHAKRABORTI y PEDRO GETE presentan un análisis econométrico que cuantifica los efectos de dicho informe sobre precios inmobiliarios. Su trabajo concluye que los precios de las viviendas cayeron en La Manga entre un 5 % y un 10 % en los meses posteriores al informe, generando además efectos indirectos positivos en ubicaciones vecinas no sometidas al riesgo de subida del nivel del mar. En cambio, los precios de los alquileres no se vieron alterados por el informe.

El mercado de la vivienda ante el cambio de ciclo económico

Raymond Torres*

Pese al deterioro de la renta de los hogares como consecuencia de la inflación, el mercado de la vivienda ha mantenido su dinamismo, con un incremento de las transacciones superior al 20 % en lo que va de año y de los precios del 8 %. Este comportamiento atípico se explica por el atractivo de la vivienda como valor seguro ante el alza del IPC, junto con el ahorro acumulado durante la pandemia y el acceso a una financiación abundante. El ciclo alcista podría estar alcanzando un punto de inflexión, si bien el incremento de los precios todavía podría situarse en 2022 en el entorno del 6 % en media anual, en consonancia con la anterior previsión. En el próximo ejercicio, sin embargo, el giro de la política monetaria debería restringir la demanda, provocando una importante ralentización de los precios aunque no un hundimiento del mercado. Ante este escenario central, el principal riesgo no proviene de la posición financiera de las familias ni de la formación de una burbuja, algo que sí se aprecia en otros países, sino de los efectos macroeconómicos de la crisis energética y del contexto de incertidumbre global.

En los últimos meses, particularmente desde la invasión de Ucrania, las perspectivas económicas han registrado un fuerte deterioro. La intensificación de la crisis energética, junto con los efectos derivados de la guerra y las tensiones geopolíticas, han elevado el riesgo de recesión, especialmente en Europa (BCE, 2022). Las perturbaciones también contribuyen a mantener la presión sobre la inflación, obligando a un giro de política monetaria por parte de los principales bancos centrales, incluido (tras mucho retraso) el BCE.

En un entorno cada vez más incierto, una de las principales incógnitas radica en el mercado de la vivienda. Se trata de una cuestión clave desde el punto de vista social y para la estabilidad financiera. El sector inmobiliario había tenido un comportamiento sorprendentemente pujante durante la pandemia, alentado por las perspectivas de recuperación y los bajos tipos de interés. Ahora que el riesgo de recesión es más patente se plantea la sostenibilidad de ese dinamismo, cuestión que se trata en el presente artículo.

* Funcas.

El mercado de la vivienda ha seguido creciendo pese a la desaceleración de la economía...

De momento, el deterioro de las perspectivas económicas apenas se ha notado en el mercado de la vivienda, al menos en el caso de España. Las transacciones siguen avanzando a un ritmo anual superior al 20 %, con datos del segundo trimestre, si bien en ligera desaceleración frente al inicio del año (gráfico 1). Los precios también se orientan al alza tras el bache de la pandemia. El valor medio de tasación se ha incrementado a un ritmo anual cercano al 8 % hasta el verano. En agosto, un mes tradicionalmente flojo, el índice retrocedió ligeramente (-0,8 % frente a julio, un valor similar al registrado en agosto de 2021).

Por otra parte, no se observan grandes diferencias territoriales, si bien la evolución no es tan acompasada como en los últimos años. Los precios siguen al alza en algunas comunidades autónomas como Madrid, Baleares y, en menor medida, Canarias. Sin embargo, se estancan en los territorios con menos impulso demográfico como las dos Castillas y Extremadura, además, a partir de niveles relativamente bajos.

Tampoco se aprecia un cambio de tendencia en el crédito hipotecario, con incrementos interanuales próximos al 1 % en lo que va de año, frente al 0,7 % en 2021. Esta evolución contrasta con las caídas en el periodo anterior a la pandemia, como consecuencia de unas amortizaciones superiores al volumen de nuevos créditos hipotecarios.

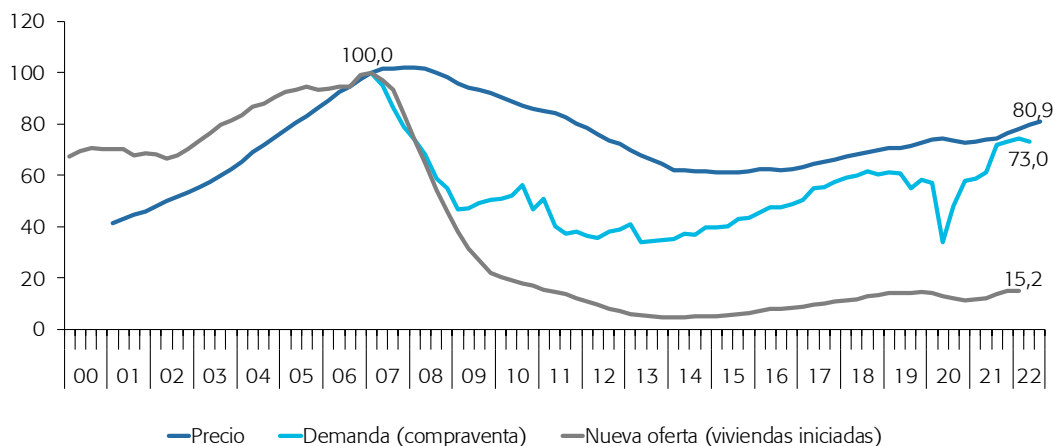
El rendimiento de la inversión inmobiliaria, además de ser relativamente estable, alcanza el 3,7 % (sin tener en cuenta el efecto revalorización), un valor muy atractivo frente a otras opciones de colocación del ahorro financiero. Por otra parte, los excedentes de ahorro acumulados durante la pandemia también impulsan la demanda de vivienda, contrarrestando la pérdida de capacidad de compra generada por la inflación.

En suma, pese al frenazo de la economía, el mercado sigue expandiéndose, si bien a un ritmo que podría estar moderándose. Se trata, por tanto, de un comportamiento netamente distinto a la época del estallido de la burbuja inmobiliaria, y que evidencia que en esta ocasión el mercado no parte de una posición globalmente sobrevalorada. La

Gráfico 1

El mercado mantiene su dinamismo, pero a distancia del cénit de la burbuja

(Precio de la vivienda, compraventas y viviendas iniciadas últimos 12 meses, en índice IT 2007=100)

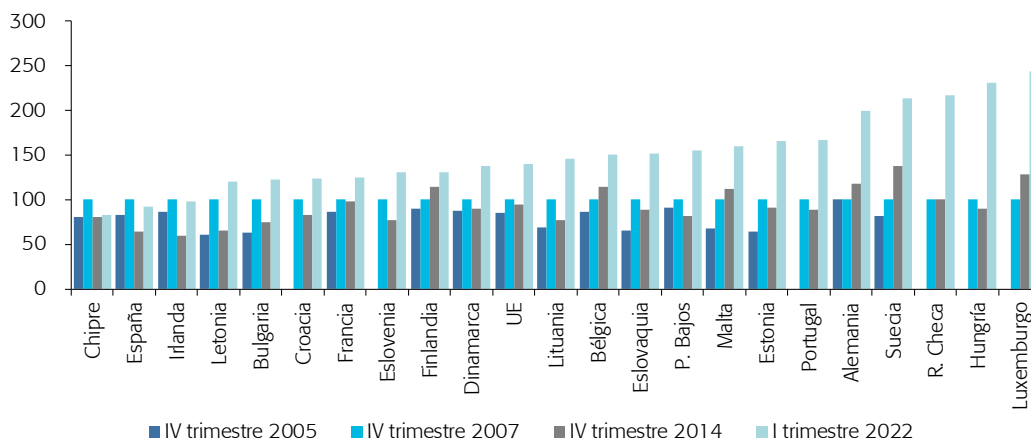


Fuentes: Funcas con datos de Banco de España, INE y Tinsa.

Gráfico 2

Comparación europea de los precios de la vivienda

(Precio de la vivienda, en índice IT 2007=100)



Fuentes: Funcas con datos de Eurostat.

comparación con otros países europeos conduce a la misma constatación (gráfico 2). Según la oficina estadística europea (Eurostat), el mercado español se sitúa todavía por debajo de los valores registrados en el cénit de la burbuja de hace 15 años, mientras el de la UE se ha revalorizado casi un 40 % y el de Alemania se ha duplicado. Estos resultados coinciden con el análisis del Banco de Pagos Internacionales, organismo que sigue el mercado muy de cerca (BIS, 2022).

... sostenido por la demanda en un contexto de inflación y sobreahorro

El principal soporte del mercado radica en la percepción de seguridad que presenta la vivienda para los compradores, en un contexto marcado por la incertidumbre y la inflación. La inversión residencial permite de momento proteger el valor real del patrimonio, a diferencia de los depósitos líquidos que tienden a depreciarse con el IPC, o de los productos financieros como los bonos y las acciones, caracterizados por una gran volatilidad en lo que va de año.

El rendimiento de la inversión inmobiliaria, además de ser relativamente estable, alcanza el 3,7 %

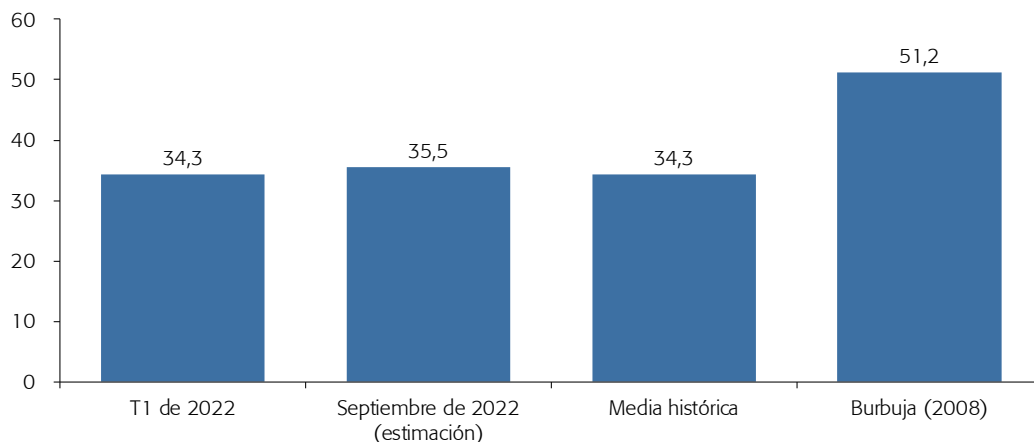
(sin tener en cuenta el efecto revalorización), un valor muy atractivo frente a otras opciones de colocación del ahorro financiero (véanse los indicadores del mercado de vivienda actualizados periódicamente en el portal estadístico del Banco de España). De momento, el rendimiento también supera al coste de financiación, gracias a las condiciones favorables de las que goza todavía el crédito hipotecario, pese al endurecimiento de la política monetaria. La anticipación de tipos de interés más elevados podría incluso haber provocado un repunte transitorio de las intenciones de compra.

Por otra parte, los excedentes acumulados durante la pandemia también impulsan la demanda de vivienda, contrarrestando la pérdida de capacidad de compra generada por la inflación. Las familias incrementaron su ahorro en 75.000 millones de euros en total en el periodo 2020-2021, en claro contraste con el exceso de endeudamiento de la época de la burbuja. Ese sobreahorro impulsa la demanda de vivienda, al tiempo que ayuda a financiar la inversión en renovación que se había estancado durante el confinamiento. Además, si bien la tasa de ahorro ha disminuido durante el primer semestre, todavía se sitúa en niveles ligeramente superiores a la media histórica. Esto evidencia

Gráfico 3

Indicador de esfuerzo de compra de vivienda

(Carga de intereses y amortización, en porcentaje de la renta de los hogares)



Fuente: Funcas, en base a indicador de esfuerzo del Banco de España (para el detalle de la estimación, véase el texto).

la actitud precautoria de los hogares ante el actual clima de incertidumbre.

Otro factor es la evolución relativamente favorable del mercado laboral. La afiliación a la Seguridad Social ha seguido una tendencia creciente, si bien parece estar perdiendo vigor en consonancia con el frenazo previsto de la economía. Y los empleos creados son más estables que antes de la reforma laboral, algo que podría dar una sensación de seguridad a los compradores.

Un incremento del tipo de interés de un punto porcentual, hasta el 3,4 %, elevaría el indicador de esfuerzo hasta cerca del 39,4 %. Este es un nivel a partir del cual los hogares empiezan a reducir la demanda de metros cuadrados adquiridos, o a renunciar al préstamo, ya sea porque consideran que no lo pueden asumir o porque las entidades financieras lo rechazan en base a la normativa prudencial en vigor.

Finalmente, la oferta reacciona con lentitud al incremento de la demanda como consecuencia de la parálisis del sector de la construcción durante el periodo

de confinamiento y, posteriormente, la aparición de cuellos de botella en la cadena de suministros. Según el INE, en el último trimestre de 2021 la inversión en vivienda se situaba todavía un 8,5 % por debajo del nivel precrisis. La escalada de los costes de producción en el sector de la construcción también ha mermado la reactividad de la oferta ante una demanda boyante. El precio medio de los materiales de construcción es un 19 % más elevado que antes de la pandemia (con datos del INE para noviembre, en comparación con el mismo mes de 2019).

El giro de política monetaria prelude una inflexión, pero no un hundimiento del mercado

A muy corto plazo, las perspectivas apuntan a incrementos adicionales de precios como consecuencia de la persistencia de los factores alcistas subyacentes tanto del lado de la demanda como de la oferta. Sin embargo, el mercado se moderará a medida que las condiciones de financiación se endurecen, como es de prever habida cuenta del encarecimiento de los tipos de interés. El euríbor, principal referencia del mercado hipotecario, se situaba todavía en terreno negativo a inicios de

año (en torno al -0,5 %, es decir un valor próximo a la facilidad de depósito del BCE durante la primera parte del año) y ahora supera el 2 %. Según el consenso de Funcas, el euríbor todavía debería subir medio punto más en el próximo año (Funcas, 2022).

Se estima que cada punto adicional de tipo hipotecario incrementa la ratio coste financiero sobre renta disponible (que es tomada como indicador de esfuerzo) en 4 puntos porcentuales, si bien este efecto solo se produce gradualmente, a medida que se renueva el saldo de hipotecas. Esta estimación se ha realizado en base a la siguiente ecuación:

$$E = R*(D/RDB) + (A/RDB) \quad [1]$$

donde: E es el indicador de esfuerzo, R el tipo de interés, D la deuda contraída para adquirir la vivienda, A el valor anual de la amortización y RDB la renta disponible bruta del hogar.

Los valores observados hoy por hoy en el mercado conducen a un valor estimado del indicador de esfuerzo (E) del 35,5 %. Es decir, los hogares que se endeudan para comprar dedican más de la tercera parte de sus ingresos al pago de intereses y a la amortización de su hipoteca. Este resultado se deduce a partir de los siguientes supuestos:

- El precio medio de compra de la vivienda representa 8,5 veces el nivel de renta disponible bruta, y el préstamo contraído por los hogares alcanza el 65 % del valor del bien adquirido. De ahí se deriva un nivel de endeudamiento, es decir de la ratio D/RDB, de 5,5.
- El préstamo tiene una vida media de 25 años, lo que unido a las anteriores hipótesis conduce a una ratio A/RDB del 22,1 %.
- El tipo efectivo de interés (suma del euríbor y de las comisiones soportadas por los prestamistas), R, es el 2,4 %.

Un incremento del tipo de interés de un punto porcentual, hasta el 3,4 %, elevaría el indicador de esfuerzo hasta cerca del 39,4 %. Este es por tanto

un nivel a partir del cual los hogares empiezan a reducir la demanda de metros cuadrados adquiridos, o a renunciar al préstamo, ya sea porque consideran que no lo pueden asumir o porque las entidades financieras lo rechazan en base a la normativa prudencial en vigor (esta estimación incorpora ya una leve reducción de la demanda).

El mercado de la vivienda no tardará en debilitarse ante el encarecimiento de las condiciones de financiación. Sin embargo, no nos asomamos a un parón del mercado ni a un fuerte repunte de la morosidad, pero sí a una fuerte moderación del ciclo alcista.

En todo caso, el indicador de esfuerzo financiero ya supera ligeramente la media histórica (gráfico 3), y por tanto solo cabe esperar una moderación de la demanda a medida que se incrementa el esfuerzo financiero para adquirirla.

Por otra parte, el volumen de depósitos bancarios no es necesariamente un predictor de la demanda de vivienda. Para sostener nuevas compras, el ahorro acumulado en las cuentas tendría que seguir incrementándose, algo cada vez más difícil en un contexto de pérdida de poder adquisitivo.

Con todo, los factores moderadores se expresarán con más fuerza a partir de 2023, cuando los tipos hipotecarios integren plenamente el giro en ciernes de la política monetaria y la oferta supere las dificultades de aprovisionamiento (un vaticino en consonancia con otros como Montgoriol, 2022). Entre tanto, para 2022, la situación de sobre demanda debería todavía perdurar, generando un incremento de precios superior al de la renta disponible de los hogares, en el entorno del 6 % en media anual, un ritmo superior al crecimiento previsto de la renta disponible bruta de los hogares, y que ha llevado el indicador de esfuerzo al nivel previo a la pandemia como ya hemos visto.

El endurecimiento de las condiciones financieras se hará más patente en 2023 y restará fuelle a la

demanda. Ello, junto con el incremento de la oferta, provocará una desaceleración, con unos precios que podrían evolucionar en línea con la renta disponible de los hogares. Esta evolución será todavía compatible con los ratios prudenciales en concepto de cargas financieras con relación a los ingresos a nivel agregado. Por tanto, la morosidad no debería registrar un fuerte repunte, salvo si el mercado laboral cambiase de tendencia: los hogares endeudados a tipo de interés variable podrán asumir el encarecimiento de las hipotecas, siempre y cuando mantengan su empleo -algo que podría ser más probable que en tiempos pasados, fruto de la posición globalmente competitiva de la economía española, de la inexistencia de burbujas y de los dispositivos previstos en la reforma laboral.

En suma, el mercado de la vivienda no tardará en debilitarse ante el encarecimiento de las condiciones de financiación. Sin embargo, no nos asomamos a un parón del mercado ni a un fuerte repunte de la morosidad, pero sí a una fuerte moderación del ciclo alcista. Ante este escenario central, el principal riesgo viene de los efectos macroeconómicos de la crisis energética y del deterioro del contexto geopolítico.

Referencias

- BCE (2022). *ECB staff macroeconomic projections for the euro area, Septiembre 2022*. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202209_ecbstaff~3eafaaee1a.en.pdf
- BIS (2022). *BIS residential property price statistics, Q1 2022*. https://www.bis.org/statistics/pp_residential_2208.pdf
- FUNCAS (2022). *Panel de previsiones de la economía española, septiembre de 2022*. <https://www.funcas.es/textointegro/panel-de-previsiones-de-la-economia-espanola-septiembre-2022/>
- MONTGORIOL, J. (2022). *¿Cuánto puede durar la tendencia alcista del sector inmobiliario?*. CaixaBank Research, julio. <https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/inmobiliario/cuanto-puede-durar-tendencia-alcista-del-sector-inmobiliario>
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2022). El conflicto en Ucrania y la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, 287 (marzo-abril). <https://www.funcas.es/articulos/el-conflicto-en-ucrania-y-la-economia-espanola/>

Los bancos españoles ante la vuelta de los tipos de interés

*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández**

La subida progresiva de los tipos de interés ha situado a los bancos ante una expectativa de crecimiento de su actividad financiera y de sus márgenes de la que no han gozado durante los últimos años. Esto ha podido llevar a pensar, de forma algo precipitada, que la elevación del precio del dinero podría suponer una ganancia de forma proporcional para la banca. Con los últimos datos disponibles, el margen de intereses se encontraba aún estancado en el 0,8 % de los activos totales medios, con los ingresos por productos financieros en el entorno del 1,1 % y los costes financieros en el 0,3 %. Y aunque los ingresos por comisiones han crecido, su aumento ha experimentado vaivenes. El hecho es que las incertidumbres macroeconómicas (en particular, la inflación y la caída de las expectativas) no parecen permitir un avance inmediato del negocio que augure aumentos muy significativos de rentabilidad a corto plazo. Siguen existiendo riesgos, arrastrados en gran parte desde la crisis financiera, como los que se refieren a vulnerabilidades del sector empresarial, a la capacidad de repago de los créditos con avales del ICO y a los efectos del próximo fin de las moratorias crediticias.

Entorno bancario y monetario reciente

Los eventos geopolíticos que se han producido en los últimos meses han puesto de manifiesto debilidades estructurales de un gran número de economías en materia energética y han generado –junto a otros factores– un proceso inflacionario que no se veía en Europa y Estados Unidos desde

la década de los años 70 del pasado siglo. Esto ha provocado que el cambio de largo esperado en la dirección de la política monetaria se haya producido de forma acelerada, con un endurecimiento considerable de las condiciones establecidas por los bancos centrales.

La política monetaria más restrictiva se ha hecho notar tanto por la vía de la reducción de las

* Universidad de Granada y Funcas.

extraordinarias facilidades monetarias que había a disposición como por una elevación de los tipos de interés que pretende poner fin a un período extenso de tipos nulos o negativos en muchas jurisdicciones. Los primeros movimientos correspondieron a la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y al Banco de Inglaterra. Sin embargo, desde julio de este año, el Banco Central Europeo (BCE) también se ha sumado a estos cambios y lo ha hecho de forma contundente, en consonancia con unas circunstancias y retos que suponen un enorme desafío para los bancos centrales. Una de las preguntas recurrentes es hasta qué punto la subida de los tipos de interés podrá tener un efecto positivo en el negocio bancario tras tantos años en los que la existencia de tipos oficiales ultrarreducidos dificultaba enormemente la generación de márgenes de intermediación financiera. De estas cuestiones se ocupa este artículo, si bien todas las interpretaciones y previsiones deben ser asumidas con cautela dadas las considerables incertidumbres del contexto macroeconómico y financiero actual.

El 21 de julio, el Consejo de Gobierno del BCE decidió subir los tres tipos de interés oficiales 50 puntos básicos. De forma importante, también aprobó el llamado “Instrumento para la Protección de la Transmisión” (*Transmission Protection Instrument, TPI*). Para el BCE, resultaba “adecuado dar un primer paso en su senda de normalización de los tipos de interés oficiales más significativo de lo indicado en su reunión anterior” (BCE, 2022). Según la propia institución, esta decisión se basaba en la valoración actualizada del Consejo de Gobierno de los riesgos para la inflación y “tenía en cuenta el apoyo reforzado que proporciona el TPI para la transmisión efectiva de la política monetaria.” En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentaron hasta el 0,50 %, 0,75 % y 0,00 %, respectivamente, con efectos desde el 27 de julio de 2022.

De alguna forma, el BCE también admitía que su anterior comportamiento anticipativo y prospectivo —que normalmente se instrumentaba a través de sus mensajes de *forward guidance*— era sustituido

por una aproximación más contingente a sus decisiones relativas a tipos de interés al señalar la “transición a un enfoque en el que las decisiones sobre los tipos de interés se adoptarán en cada reunión.” No obstante, en la reunión del 8 de septiembre que se comenta más adelante, el BCE anunció sucesivos aumentos del precio oficial del dinero para los meses posteriores, con lo que de algún modo, no se ha desechado el *forward guidance* completamente.

La subida de los tipos de interés no implica, de forma inmediata y sin incertidumbres, una mejora de la rentabilidad bancaria. El actual proceso de cambio de la política monetaria está plagado de desafíos y complicaciones entre las que no puede olvidarse un proceso inflacionario grave, la amenaza de desaceleración económica y/o recesión, y la debilidad financiera de gran parte del tejido empresarial de numerosos países.

Por otro lado, la aprobación del TPI en julio se consideraba un paso necesario para poder normalizar la transmisión de la política monetaria sin excesivos sobresaltos en algunos países de la eurozona. En particular, en aquellos donde los riesgos soberanos comenzaban a ser evidentes con la subida de tipos de interés y con la retirada de estímulos de otros programas de liquidez, como es el caso de Italia. En este sentido, se estableció que el TPI “puede activarse para contrarrestar dinámicas de mercado no deseadas o desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro” y “el volumen de las compras en el marco del TPI dependerá de la gravedad de los riesgos” (BCE, 2022). De forma muy importante, no se establecen restricciones *ex ante* para las compras, lo que da al BCE un margen notable para actuar frente a eventualidades de mercado. En particular, las compras del TPI se centrarían en valores del sector público (valores de renta fija negociables emitidos por administraciones centrales y regionales, así como por agencias, según la definición del BCE). Si procede, podrían considerarse compras de valores del sector privado. En la medida en que este instrumento puede ser eventualmente

crucial, su activación se produciría tras una “valoración exhaustiva de los indicadores de mercado y de transmisión de la política monetaria y una evaluación de los criterios de elegibilidad”.

En su reunión del 8 de septiembre de 2022, el BCE decidió subir nuevamente los tres tipos de interés oficiales, en este caso, en 75 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentaron hasta el 1,25 %, 1,50 % y 0,75 %, respectivamente, con efectos a partir del 14 de septiembre de 2022.

Para los bancos, los mercados y, en general, buena parte de la economía, la subida de tipos de interés puede entenderse como un proceso de normalización de condiciones financieras que acaba con la excepcionalidad que prácticamente se extiende desde la crisis financiera de 2007-2008. En este sentido, los bancos, los inversores y otros agentes del mercado pueden actuar, en teoría, en un ambiente más propicio para generar rentabilidades y para evaluarlas en función de su riesgo. Esto no implica, en todo caso, que subidas de tipos de interés y reducciones en los programas de liquidez tengan que suponer de forma inmediata y sin incertidumbres una mejora de la rentabilidad bancaria. Todos los procesos de cambio financiero cuentan con factores de oferta y demanda, y el actual está plagado de desafíos y complicaciones entre las que no puede olvidarse un proceso inflacionario grave, la amenaza de desaceleración económica y/o recesión y una debilidad financiera en gran parte del tejido empresarial de numerosos países.

En todo caso, los bancos españoles presentaron en julio sus resultados para el primer semestre de 2022. Las seis primeras entidades por tamaño obtuvieron un beneficio neto un 36 % mayor que en los seis primeros meses del año anterior, alcanzando los 3.739 millones de euros. Como se mostrará más adelante en este artículo, los márgenes de intereses no contribuyeron particularmente a este avance. En su lugar, destacó una nueva caída del 12,4 % en los gastos de explotación. Por otro lado, también

tuvieron que dotar menos provisiones que en 2021, una partida que se redujo un 133,4 %.

¿Qué implica la subida de tipos de interés? Oportunidades y riesgos

La subida progresiva de los tipos de interés ha situado a los bancos ante una expectativa de normalización de su actividad financiera de la que no han gozado durante los últimos años. Esto ha podido llevar a pensar, de forma algo precipitada, que la elevación del precio del dinero podría suponer una ganancia de forma proporcional para la banca. Aun cuando diversos estudios han señalado que los tipos de interés negativos han tenido efectos perjudiciales para el negocio de intermediación financiera, no puede concluirse que para la banca todo vayan a ser parabienes en la nueva situación, especialmente en un contexto tan complicado como el actual.

Para el sector bancario pueden existir oportunidades en un contexto de elevación de tipos de interés, sobre todo en el sector empresarial y, en particular, en las pymes, donde se podrá evaluar mejor las oportunidades de rentabilidad y riesgo una vez se despejen las principales incógnitas macroeconómicas.

En el cuadro 1 se explican algunos de los principales efectos para los bancos de la transición entre los dos ambientes monetarios descritos. En primer lugar, en lo que se refiere a la rentabilidad, estudios anteriores (véase Carbó-Valverde, Cuadros-Solas y Rodríguez-Fernández, 2021) han mostrado que el margen de intereses de los bancos se ha reducido un promedio del 18,4 % en aquellos países en los que se han aplicado tipos de interés negativos, lo que también ha reducido la rentabilidad sobre activos de esos bancos en un promedio del 3 %. Esto ha afectado más a los bancos con mayor liquidez, base de depósitos y capitalización. Con el cambio hacia tipos más elevados es posible que se produzcan subidas de rentabilidad, pero dependen mucho de la resolución de diversos problemas que causan inestabilidad

Cuadro 1

Efectos para los bancos del cambio en los tipos de interés

	<i>Tipos de interés negativos</i>	<i>Cambio en las condiciones con subidas de tipos y elevada inflación</i>
Rentabilidad	<ul style="list-style-type: none"> Disminución del margen de intereses de los bancos (-18,4 %) y ROA (-3,06 %) Efecto asimétrico en la rentabilidad: los bancos con activos más líquidos, altamente capitalizados, con mayores reservas en los bancos centrales y que captan más depósitos de clientes se ven más afectados 	<ul style="list-style-type: none"> Subida de la rentabilidad condicionada al entorno económico (inestabilidad geopolítica, desaceleración económica e inflación) Presiones competitivas al alza
Crédito	<ul style="list-style-type: none"> Efecto de reversión: los tipos de interés bajos tienen un “efecto de reversión” en los préstamos La política monetaria es menos efectiva para estimular el crecimiento de los préstamos cuando los tipos de interés alcanzan un nivel muy bajo 	<ul style="list-style-type: none"> Dificultad para relanzar el canal del crédito Políticas crediticias con avales públicos y dificultades para mantener el flujo del crédito Oportunidades en el sector de pymes
Costes de financiación	<ul style="list-style-type: none"> Incremento del coste en los bancos con mayor volumen de depósitos 	<ul style="list-style-type: none"> Posibilidades ampliadas de financiación en mercados pero mayor carestía de los fondos del BCE
Riesgo	<ul style="list-style-type: none"> Reducción del riesgo (después de la implementación de tasas de interés negativas, las tenencias de activos de riesgo de los bancos se redujeron en un 10 %) Efecto asimétrico sobre el riesgo: los efectos sobre la asunción de riesgos dependen del nivel de capitalización y del tamaño de los bancos 	<ul style="list-style-type: none"> Morosidad contenida de momento Debilidades en buena parte del tejido empresarial Vencimiento créditos ICO y fin de ayudas y moratorias Aumento del riesgo soberano

Fuente: Elaboración propia y actualización a partir de Carbó-Valverde, Cuadros-Solas y Rodríguez-Fernández (2021).

macroeconómica en la actualidad. Debe además tenerse en cuenta que las presiones competitivas evolucionan también al alza, tanto entre las propias entidades bancarias como por la concurrencia de otros competidores del mundo tecnológico.

Por otro lado, se ha demostrado que tipos de interés demasiado reducidos producen una señalización negativa sobre el estado de la economía y el volumen de crédito no aumenta a pesar de que su coste sea reducido. Por lo tanto, el canal de transmisión de la política monetaria se resiente. Con las subidas de tipos, los bancos centrales siguen

encontrando dificultades para relanzar el canal del crédito. Esto se debe, en parte, a debilidades estructurales de un porcentaje del sector empresarial que se arrastran desde la crisis financiera. Los únicos avances significativos del crédito en los países de la eurozona se han observado tras las políticas de estímulo fiscal (incluidos avales públicos al crédito), pero luego se ha vuelto a un nivel modesto de avance de la financiación. Aun así, para el sector bancario pueden existir oportunidades en un contexto de elevación de tipos de interés, sobre todo en el sector empresarial y, en particular, en las pymes, donde se podrá evaluar mejor las oportunidades de

rentabilidad y riesgo una vez se despejen las principales incógnitas macroeconómicas.

También para las entidades financieras se ha observado que sus costes de financiación no disminuyeron como hubiera correspondido cuando los tipos de interés se mantuvieron en niveles reducidos o negativos, sobre todo en los bancos con mayor base de depósitos, por la dificultad de aplicar tipos nulos o negativos a esos depósitos. En todo caso, sí que hubo significativas facilidades de liquidez por parte del BCE.

Finalmente, resulta importante considerar cómo cambia el nivel de riesgo. Con los tipos de interés negativos se observó una menor propensión a asumir riesgo por parte de los bancos, entre otras cuestiones por la coincidencia con una mayor presión regulatoria. Con tipos más elevados, pueden evaluarse de forma más adecuada las relaciones entre rentabilidad y riesgo pero también surgen nuevas incertidumbres porque está por ver la viabilidad de muchas empresas ante subidas del coste de la financiación, así como la evolución de la morosidad de los préstamos con avales públicos y con el fin de las moratorias de crédito.

Resultados y márgenes bancarios en España: perspectivas

Los datos permiten constatar una mejoría relativa de los resultados en el sector bancario español, pero también la persistencia de algunas incertidumbres. Con datos del Banco de España hasta el primer trimestre de 2022 —aun sin el cambio más marcado en la política monetaria del BCE— se observa que el margen de intereses se encuentra estancado en el 0,8 % de los activos totales medios, con los ingresos por productos financieros en el entorno del 1,1 % y los costes financieros en el 0,3 % (gráfico 1).

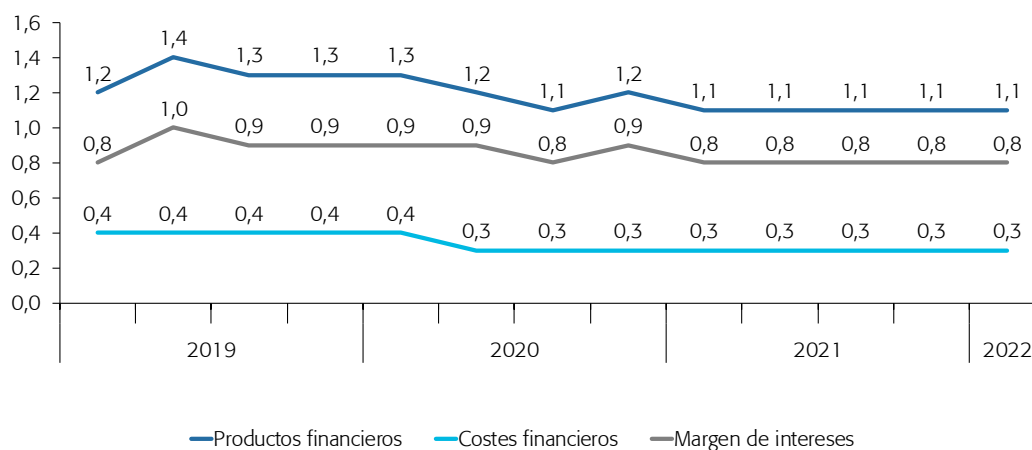
En un entorno crecientemente competitivo y con la presión sobre los márgenes de intermediación, las entidades financieras han debido ampliar sus servicios de valor añadido y generar más ingresos por “otros productos ordinarios”. De este modo, como se muestra en el gráfico 2, los ingresos por comisiones han crecido tras haberse reducido en la pandemia. En todo caso, se observa una cierta caída relativa a comienzos de 2022.

Por otro lado, los bancos españoles continúan apostando por la contención en los gastos de explotación, lo que les permite seguir situados entre los

Gráfico 1

Evolución del margen de intereses y sus componentes, 2019-2022

(Porcentaje sobre activos totales medios)

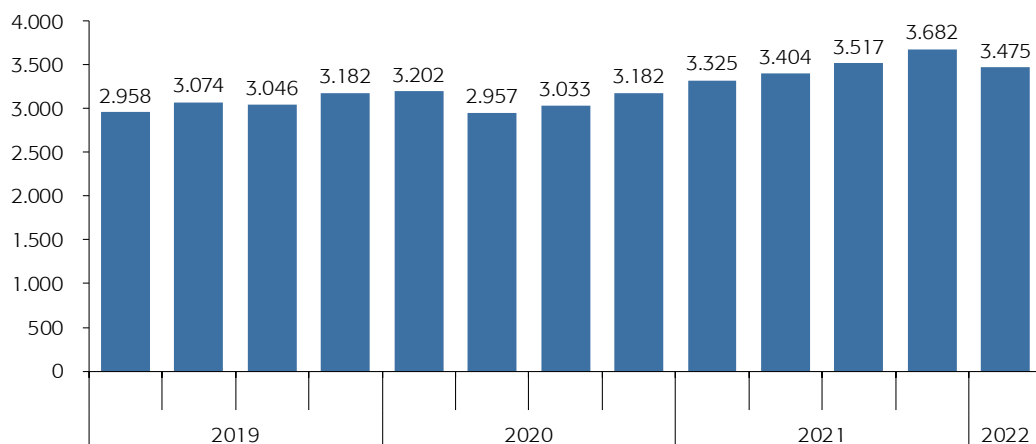


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2

Evolución de las comisiones netas de la banca, 2019-2022

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

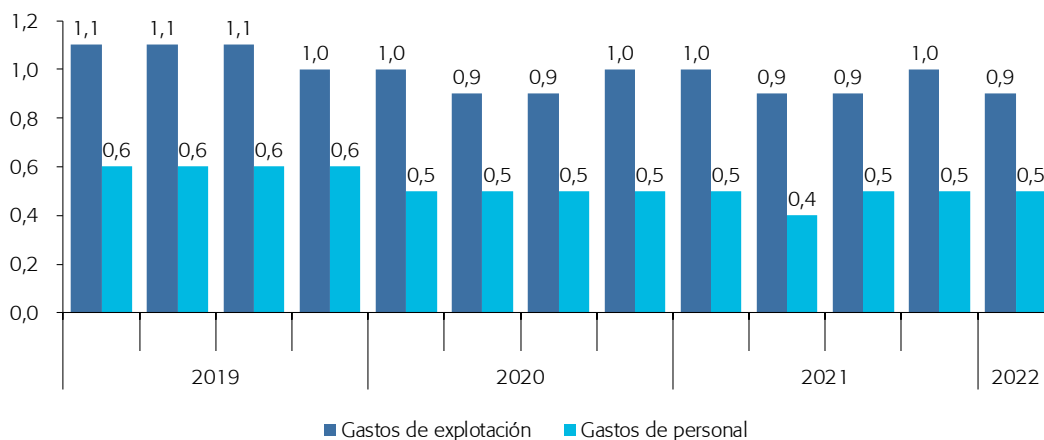
más eficientes en costes en la eurozona. Esta tendencia coincide, asimismo, con una reestructuración en la que existe una apuesta creciente por los canales digitales en relación con los físicos. Los gastos de explotación representan entre el 0,9 y el 1 % de los activos totales medios, de los cuales la mitad corresponde a gastos de personal (gráfico 3).

En cuanto a la rentabilidad (gráfico 4), esta sigue siendo un desafío importante, como lo es para el resto de las instituciones financieras del entorno internacional. En muchas ocasiones se confunde la interpretación de los beneficios absolutos con los relativos. Como en cualquier otro tipo de empresas, lo importante es la rentabilidad generada para el accionista en

Gráfico 3

Evolución de los gastos de explotación y de la partida de personal, 2019-2022

(Porcentaje sobre activos totales medios)

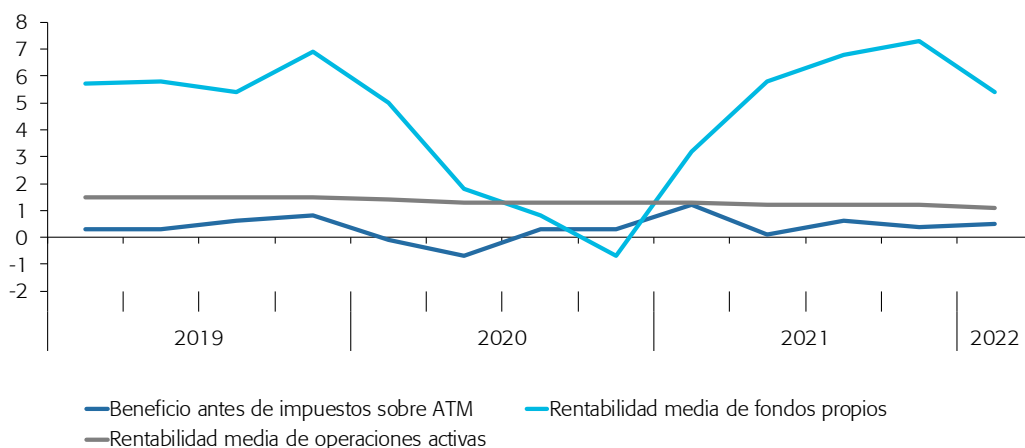


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 4

Rentabilidad en el sector bancario español, 2019-2022

(Porcentaje sobre activos totales medios, ATM, o sobre fondos propios)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

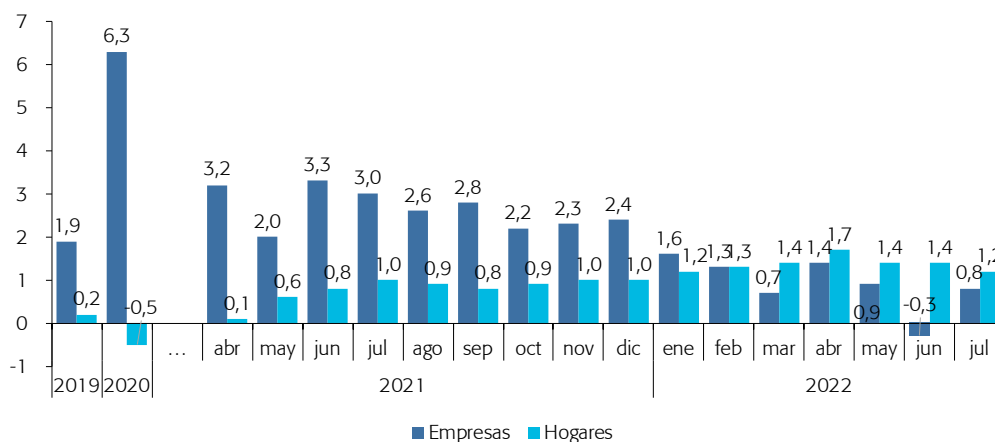
relación con la actividad o la rentabilidad por acción. En definitiva, la rentabilidad que el mercado exige para aportar por una empresa. En este sentido, el beneficio antes de impuestos de los bancos españoles apenas supone aún el 0,5 % de los activos totales medios, aunque se ha recuperado de las pérdidas registradas durante la pandemia, derivadas, principalmente, de

las elevadas provisiones realizadas para cubrir posibles contingencias negativas. Así, la rentabilidad sobre recursos propios se elevó hasta el 7,3 % a finales de 2021 pero en el primer trimestre de 2022, con incertidumbre económica creciente, volvió a caer hasta el 5,4 %. Se trata de registros aún muy alejados de las rentabilidades de dos cifras anteriores a la crisis

Gráfico 5

Crédito a hogares y empresas en España, 2019-2022

(Variación interanual en porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

financiera. La rentabilidad media de las operaciones activas permanece prácticamente plana en los últimos trimestres en el entorno del 1,1-1,2 %.

Los bancos españoles continúan apostando por la contención en los gastos de explotación, lo que les permite seguir situados entre los más eficientes en costes en la eurozona. Esta tendencia coincide, asimismo, con una reestructuración en la que existe una apuesta creciente por los canales digitales en relación con los físicos.

Podría argumentarse que el crecimiento de la actividad bancaria fundamental, el crédito, coadyuvará a un incremento del negocio y la rentabilidad en un entorno de tipos de interés crecientes. Sin embargo, tras los incrementos interanuales observados por los programas especiales articulados durante la pandemia —para crédito a empresas— el entorno pospandemia ha dejado un panorama de crecimiento mucho más moderado. El crédito a empresas incluso retrocedió en tasa interanual en junio de 2022, aunque en julio se situó en su nivel promedio de los últimos meses (0,8 %). Por su parte, la financiación a hogares creció hasta el 1,2 % en julio, retrocediendo algo respecto a los meses precedentes.

Conclusiones

En este artículo se analiza la posible evolución de la actividad bancaria en España tras la vuelta de los tipos de interés. Las conclusiones tienen necesariamente carácter preliminar, habida cuenta de que los principales datos aún no permiten tener la suficiente perspectiva para evaluar estas cuestiones con

la precisión que debieran. En todo caso, con carácter general, puede apreciarse que:

- La subida de tipos de interés debe entenderse como una tendencia que normalizará la evaluación del riesgo en relación con la rentabilidad, un binomio que se había “enrarecido” en un entorno de tipos oficiales nulos o negativos.
- Para el sector bancario, pueden existir oportunidades para avanzar el reto de incrementar su rentabilidad. Sin embargo, las incertidumbres macroeconómicas (en particular, la inflación y unas expectativas pesimistas) no parecen facilitar un avance inmediato del negocio que augure aumentos muy significativos de rentabilidad a corto plazo.
- Siguen existiendo riesgos, arrastrados desde la crisis financiera en gran parte. Muchos de ellos se refieren a vulnerabilidades de parte del sector empresarial, especialmente del más endeudado. También a la capacidad de repago de los créditos con avales del ICO y a los efectos del próximo fin de las moratorias crediticias.

Referencias

- BCE (2022). Declaración de política monetaria, 21 de julio de 2022. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220721~53e5bdd317.es.html>
- CARBÓ-VALVERDE, S., CUADROS-SOLAS, P. J. y RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ, F. (2021). The effects of negative interest rates: a literature review and additional evidence on the performance of the European banking sector. *The European Journal of Finance*, 27(18), pp. 1908-1938.

Del euríbor al margen de intermediación en dos etapas: diferente reprecación de activos y pasivos

Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez*

Es convencionalmente asumido, y la evidencia histórica así lo corrobora, que el margen de intermediación bancario se encuentra mucho más presionado a la baja en contextos de tipos bajos y, por supuesto, en tipos cero o negativos, como ha sucedido en la eurozona durante más de un lustro. Por ello, el margen de la banca española y europea debería verse favorecido por el nuevo entorno de tipos, en el que la curva más relevante para el negocio minorista, como es el euríbor a doce meses, ya ha entrado claramente en terreno positivo, situándose en el entorno del 2 % tras más de cinco años en terreno negativo. Sin embargo, la traslación de ese incremento al margen de intermediación no va a ser lineal. De hecho, es altamente probable que se traduzca en una especie de “curva J”, con caídas en el margen previas a su recuperación hasta alcanzar un efecto neto positivo. La razón estriba en el diferente ritmo e intensidad de reprecación de los activos y pasivos bancarios para adecuarse a la nueva curva del euríbor. Como se analiza en este artículo, ese ritmo de reprecación es más lento en el caso de los préstamos hipotecarios –partida con relevante peso en el activo en el sistema bancario–, dando lugar a ese efecto inicial de caída del margen, previo a una recuperación gradual del mismo hacia terreno claramente positivo.

Fuerte repunte del euríbor tras un lustro en negativo

El tipo de interés más relevante para el negocio bancario minorista, el euríbor, especialmente el referido a doce meses, ha permanecido en terreno negativo durante más de un lustro, ejerciendo una fuerte presión a la baja sobre los márgenes de

intermediación, “encorsetados” entre unos activos cuya rentabilidad no paraba de bajar y unos depósitos a los que era prácticamente imposible aplicar tipos negativos, salvo en el caso de los mayoristas vinculados al euríbor.

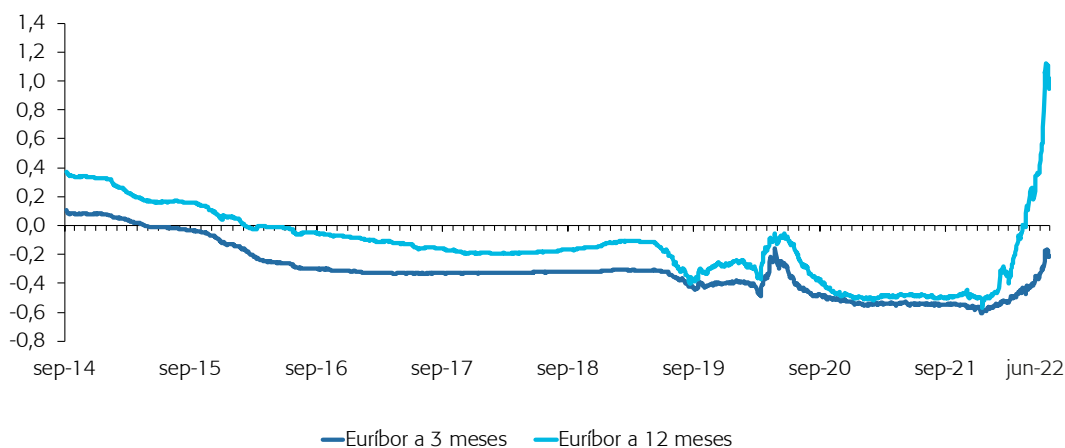
En los últimos meses, la situación ha cambiado radicalmente debido al desbordamiento de la

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

Gráfico 1

Euríbor a 3 meses y a 12 meses

(En porcentaje)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

inflación provocado, en primer lugar, por los cuellos de botella en la salida de la pandemia, posteriormente por la crisis energética derivada de la invasión de Ucrania y, finalmente, por los riesgos de efectos de segunda ronda, cada vez más difíciles de contener. Todo ello ha llevado a los bancos centrales a endurecer su política monetaria, de forma mucho más rápida y contundente en el caso de la Reserva Federal (Fed) y de manera mucho más gradual en el caso del Banco Central Europeo (BCE).

Sin menoscabo de ese gradualismo del BCE, los mercados comenzaron a anticipar ese cambio en el escenario de tipos hace ya bastantes meses. En concreto, como se puede observar en el gráfico 1, en diciembre del pasado ejercicio se iniciaba un repunte en los tipos de referencia que se ha acentuado desde los primeros meses de 2022, especialmente desde marzo, coincidiendo con el inicio del conflicto, el intenso encarecimiento de la energía y las consecuentes presiones inflacionistas.

Ante un cambio tan radical en el escenario de tipos de interés, cabe plantear cual será el comportamiento del margen de intermediación en el sistema bancario español, tanto en una fase estructural de tipos de interés claramente positivos, como en la transición hacia la misma, habida cuenta además de

la extraordinaria velocidad con que se ha producido el repunte de tipos y la diferente sensibilidad a la misma de activos y pasivos.

Desde una perspectiva estructural, parece bastante obvio que el margen de intermediación guarda una relación directa con el nivel de tipos de interés. La razón estriba, principalmente, en una masa de depósitos a la vista, de baja o nula remuneración, que no pueden compensar las caídas en los ingresos financieros cuando los tipos de interés bajan a cero o negativos, mientras que actúan por el contrario como elemento de apoyo al margen en entornos de tipos elevados.

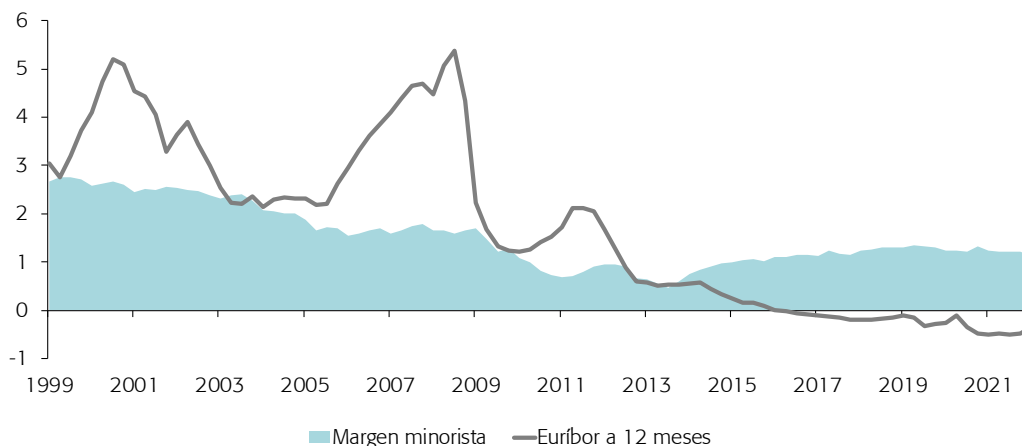
La evidencia histórica pone de manifiesto el efecto positivo que tiene sobre el margen de intereses un escenario de euríbor positivo, elevando el margen minorista o de la clientela a niveles entre el 1 y el 2 %, frente a escenarios de tipos cero o negativos en los que dicho margen apenas alcanza el 1 %.

Dicha relación directa entre margen y nivel de tipos se ve corroborada por la evidencia que ofrece la historia del margen del sistema bancario

Gráfico 2

Margen de intermediación minorista del sector bancario español y euríbor a 12 meses

(En porcentaje)



Fuentes: Afi a partir de Banco de España y Bloomberg.

en España desde la propia creación de la moneda única, al inicio de 1999. Como prueba de ello, el gráfico 2 ilustra la tendencia de largo plazo del margen en paralelo con la evolución del euríbor a doce meses. Más allá de la volatilidad en el corto plazo, es obvio el cambio que se produce en el margen cuando se mueve en un escenario de euríbor positivo, situándose dicho margen entre el 1 y el 2 %, mientras que en escenarios en los que el euríbor se adentra en el terreno cero o negativo, el margen a duras penas alcanza el 1 %.

De dicha relación estructural cabría anticipar, por tanto, que el nuevo entorno de tipos, en el que el euríbor apunta hacia un nivel “de cruce” en torno al 1,5 % (nivel que los mercados de futuros anticipan actualmente como asintótico para el euríbor a 12 meses en los próximos tres o cuatro años) debería traducirse en un notable incremento del margen de intermediación en el sistema bancario español.

Ese potencial impacto positivo del nuevo escenario de tipos sobre el margen de intermediación, ha sido estimado por el propio Banco Central Europeo, en su último *Informe de Estabilidad Financiera* (BCE, 2022). En concreto, estimaba que el impacto esperado de un movimiento paralelo de la curva de +200 puntos básicos (pb) podría generar un

incremento de la rentabilidad sobre el capital entre 2 y 5 puntos porcentuales para una amplia muestra de entidades europeas. En este punto, se debe tener en cuenta, además, que en el caso de la banca española dicho impacto en rentabilidad podría ser más significativo en la medida en que las operaciones a tipo variable en su balance tienen un peso mayor que en la media europea.

Margen en la transición: diferente reprecación de activos y pasivos

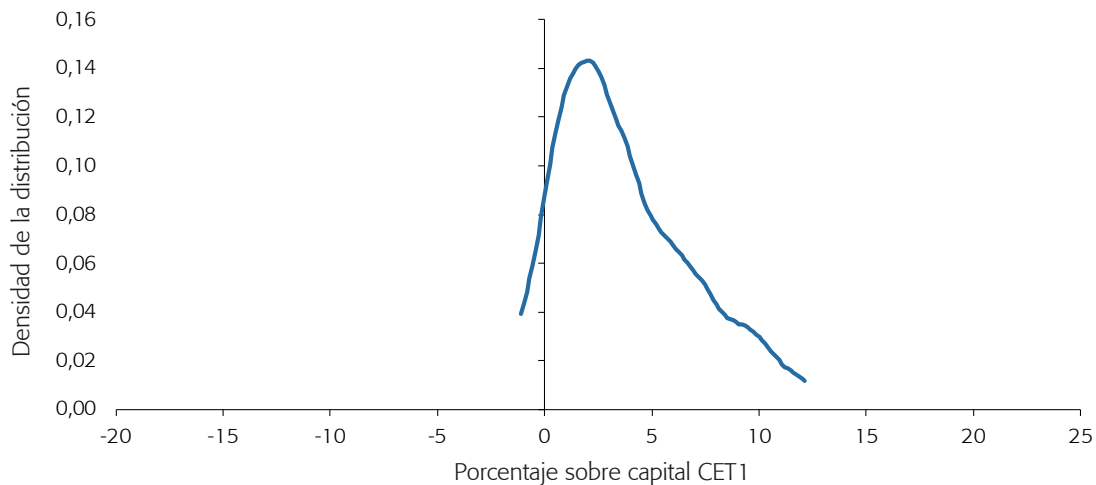
Sin menoscabo de ese potencial efecto positivo sobre el margen en el nuevo escenario de tipos, lo cierto es que el tránsito hacia el mismo no va a ser lineal, dada la intensa velocidad con que se ha producido el cambio en las expectativas de tipos, así como la diferente sensibilidad a los mismos que presentan los activos y pasivos del sistema bancario.

Como primer paso en el análisis de esas sensibilidades se ha revisado el comportamiento histórico de los dos componentes del margen minorista (rentabilidad del crédito y coste del pasivo minorista) y su relación con el euríbor a 12 meses desde la creación de dicho índice, con el nacimiento del euro.

Gráfico 3

Impacto de un movimiento paralelo de la curva de tipos de +200 pb en bancos de la eurozona

(Cambio en el margen de intereses como porcentaje del CET1)



Fuente: Informe de Estabilidad Financiera (BCE, 2022).

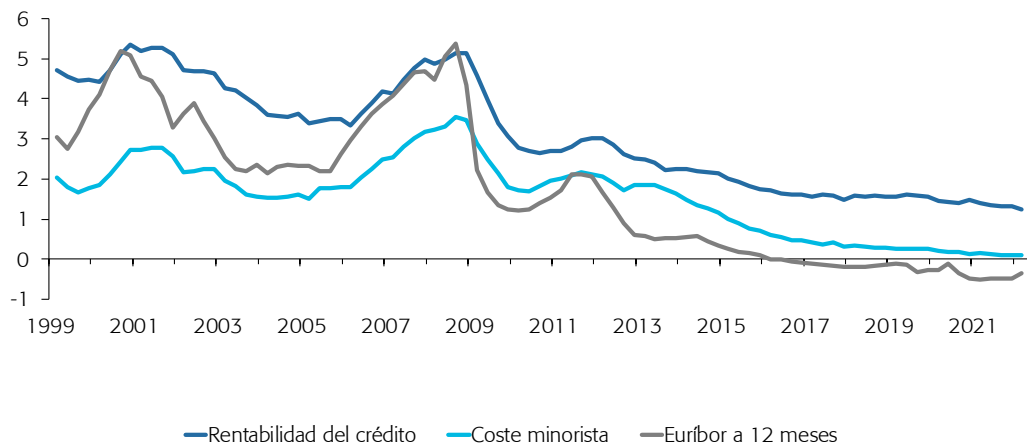
De dicho análisis se extraen dos implicaciones muy relevantes de cara a la futura evolución del margen. Por un lado, se puede observar que el coeficiente de respuesta al euríbor es sustancialmente más elevado en la rentabilidad del crédito (0,72) que en el coste de los depósitos (0,47), lo que sin duda corrobora

el argumento de un potencial efecto favorable para el margen en un entorno de elevación de tipos de interés. Sin embargo, de dicho análisis se desprende también cómo la respuesta a movimientos bruscos del euríbor es mucho más lenta en el caso de la rentabilidad del crédito que en el coste de los depósitos.

Gráfico 4

Rentabilidad del crédito y coste del pasivo minorista en relación con el euríbor a 12 meses

(En porcentaje)



— Rentabilidad del crédito — Coste minorista — Euríbor a 12 meses

Fuentes: Afi a partir de Banco de España y Bloomberg

Esa más lenta incorporación de subidas (o bajadas) del euríbor a la rentabilidad del crédito tendrá que ver, por un lado, con la presencia de créditos a tipo de interés fijo a largo plazo, fundamentalmente hipotecas a tipo fijo. En el caso español dichas hipotecas tienen una tradición relativamente corta y tan solo se han comercializado de manera masiva desde 2020, pese a lo cual su peso total apenas alcanza el 25 % del total de crédito hipotecario vivo de acuerdo con datos de Banco de España.

La traslación del repunte de los tipos de referencia a la rentabilidad del margen de intereses se produce de manera progresiva y gradual, con un ligero retardo que es resultado, principalmente, de la presencia de créditos a tipo de interés fijo a largo plazo, así como del esquema de reprecación vigente en las hipotecas a tipo variable (generalmente, cada doce meses).

El otro factor explicativo del retardo en la traslación del euríbor a 12 meses a ingresos financieros tiene que ver con el esquema de reprecación vigente, principalmente, en las hipotecas a tipo de interés variable. Estas, con un saldo vivo de unos

375.000 millones al cierre de 2021 en el sistema bancario español, representan el principal segmento crediticio y su esquema de reprecación resulta muy determinante en la evolución del margen o, al menos, de la partida de ingresos financieros. Aunque puedan quedar vestigios de otros índices, la inmensa mayoría de dichos préstamos hipotecarios se hallan referenciados al euríbor a 12 meses, con revisión de este con frecuencia anual, tomando como referencia para dicha reprecación la media del euríbor en el mes precedente al de cada fijación del nuevo tipo.

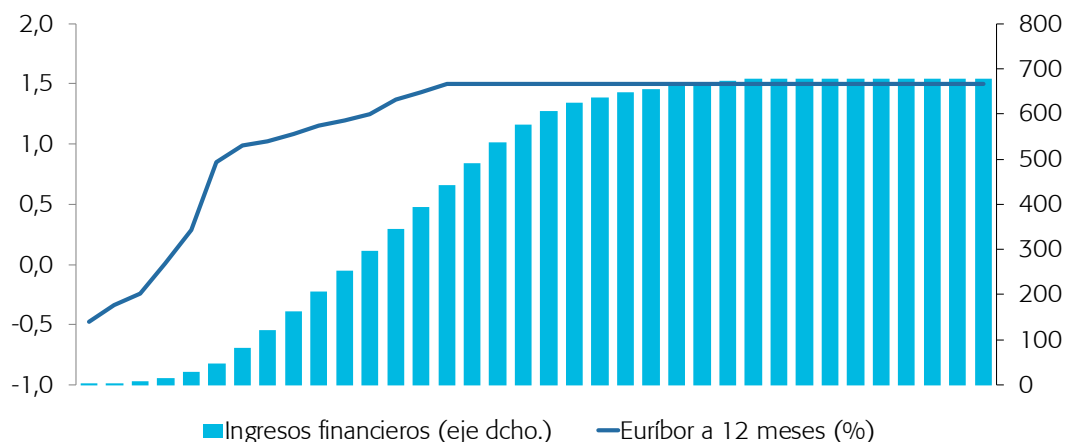
Con dicho esquema y asumiendo una distribución equilibrada durante el año en cuanto a momentos de concesión (hipótesis que resulta bastante razonable, quizás con la excepción del mes de agosto con un menor nivel de actividad), la traslación del euríbor a la rentabilidad tiene lugar de forma escalonada durante un periodo de doce meses, de tal manera que solo al final del mismo se habrá producido el pleno efecto de la reprecación.

Para ilustrar el efecto de ese decalaje se muestra a continuación una simulación sobre cuál sería la cadencia temporal de incremento de ingresos financieros, bajo dicho esquema de reprecación y asumiendo que el euríbor a 12 meses registra la

Gráfico 5

Simulación del efecto retardado del euríbor sobre la cartera hipotecaria a tipo variable

(Millones de euros y porcentaje)



Fuentes: Afi a partir de Banco de España y Bloomberg.

evolución que actualmente anticipa el mercado de futuros tal y como se refleja en el gráfico 5. En ese mismo gráfico se presenta también la evolución de los ingresos financieros adicionales que mensualmente se obtendría como resultado de la reprecia- ción, tomando como base la media mensual registrada en 2021 antes de que el euríbor iniciase su escalada alcista.

Con esta simulación, puede comprobarse cómo, en velocidad de crucero, el nuevo escenario de tipos con un euríbor a 12 meses al 1,5 % se traduciría en un incremento mensual de los ingresos financieros en torno a 600 millones de euros frente al escenario base de euríbor al -0,5 %. Sin embargo, alcanzar plenamente dicho efecto positivo tarda en aparecer doce meses desde que el euríbor alcance su techo, siendo muy gradual el efecto durante la transición hacia dicho techo.

Conclusiones

Tras más de un lustro en una anómala situación de tipos de interés negativos en el caso del principal indicador para el negocio bancario (euríbor a 12 meses), la entrada de este en terreno positivo y con visos de mantenerse así de forma estructural, apunta a una clara mejoría del margen de intereses del sector. En este sentido, la evidencia histórica desde la existencia de dicho indicador apunta que la sensibilidad al mismo es sustancialmente mayor en la rentabilidad del crédito que en el coste de los depósitos.

Sin menoscabo de ese claro efecto neto positivo para el margen en el nuevo escenario de tipos, la

transición hacia el mismo no va a ser lineal y antes de esa mejora neta es previsible que el margen registre movimientos a la baja. La razón estriba en la lenta traslación del repunte del euríbor al principal segmento crediticio del sistema bancario español, el crédito hipotecario a tipo variable, al que el efecto del euríbor llega con un decalaje de un año. Ese decalaje es tanto más relevante cuanto más rápido sea el repunte de tipos (actualmente, la subida registrada ha sido especialmente significativa, en torno a 1,5 puntos porcentuales en medio año).

Ese “efecto J” en el margen de intereses (caída inicial previa a un posterior efecto neto claramente positivo) se está poniendo de manifiesto en los dos primeros trimestres de 2022, sobre la base de los márgenes publicados por las entidades más representativas del sistema bancario español, con descensos del margen de un 4 % interanual en el primer trimestre y de un 2 % en el segundo. En próximos trimestres, cabe esperar que dicha caída se vaya ralentizando de manera progresiva hasta abandonar esa evolución interanual el terreno negativo, entrando en una tendencia creciente durante el próximo ejercicio 2023, cuando el grueso de los activos sujetos a reprecia- ción incorpore ya el efecto de un euríbor en torno al 1 % o ligeramente por encima en función del momento de revisión.

Referencias

- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2022). *El sector bancario español ante los retos económicos actuales*. Banco de España, junio.
- BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE (2022). *Financial Stability Review*, mayo.

Política monetaria y crédito a empresas: impacto en el *pricing*

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

Las palabras “*whatever it takes*”, pronunciadas por Mario Draghi el 23 de julio de 2012, supusieron un alivio para la estabilidad del euro y disminuir así las tensiones de la crisis soberana, pero también asentaron las medidas de la política monetaria no convencional que habían comenzado a ponerse en marcha como respuesta a la crisis de 2008. Posteriormente, la crisis económica asociada a la pandemia de COVID-19, iniciada en marzo de 2020, trajo consigo nuevos retos para la política monetaria, que se saldaron con el diseño de nuevos programas. En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar las medidas que se han implementado desde la crisis financiera de 2008 y de qué manera han influido en la economía real, poniendo el foco en cómo afectan a los procesos de fijación de los tipos de concesión (*pricing*) de crédito a empresas. En el artículo se analiza la descomposición del tipo de interés teórico del crédito a empresas histórico y actual en los principales países de la eurozona y se estudia, a través de un análisis de impulso-respuesta, el impacto que tiene la política monetaria en dichos tipos de interés. Este análisis resulta más relevante dado el escenario actual de cambio de política monetaria, especialmente con las subidas de los tres tipos de referencia del BCE aprobadas por el Consejo de Gobierno el 21 de julio y el 8 de septiembre pasados.

Superando el límite de lo imaginable: la política monetaria no convencional

Las medidas de política monetaria no convencional nacieron con el fin de restaurar los canales de

transmisión de la política monetaria (convencional), afectados por las consecuencias de la crisis financiera, pero también por el hecho de que el tipo de interés oficial alcanzara el límite inferior natural del 0 % sin que ello aliviara las preocupaciones por las

* Universidad Autónoma de Madrid.

** Universidad Carlos III de Madrid.

*** Universidad de Alcalá e IAES.

dinámicas deflacionistas y recesivas que se observaban (CaixaBank, 2013). Estas medidas buscaban impulsar el crecimiento económico de la zona del euro a la vez que, en línea con el objetivo de estabilidad de precios del BCE, pretendían evitar el riesgo de deflación (Cano, 2020).

Con este fin, la política monetaria no convencional se puede clasificar en dos grupos de medidas, ambos con la derivada de incremento del tamaño del balance del banco central: programas de liquidez para las entidades financieras en condiciones ventajosas (en especial *Targeted Long Term Refinancing Operations* o *TLTRO*) y programas de compras de activos (*Asset Purchase Programmes* o *APP*), tanto de bonos soberanos (en especial *Public Sector Purchase Programme* o *PSPP*) como de bonos corporativos (*Corporate Sector Purchase Programme* o *CSPP*). A estos grupos se les debe añadir, por su importancia creciente e inseparable de los anteriores, la comunicación sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*).

Estas medidas tuvieron un impacto de crecimiento del balance del BCE (gráfico 1), así como de solución para los problemas de tensionamiento de los bonos soberanos y de liquidez del sector

bancario y empresarial, aspecto en el que se hace hincapié en este artículo.

Política monetaria y financiación al sector empresarial

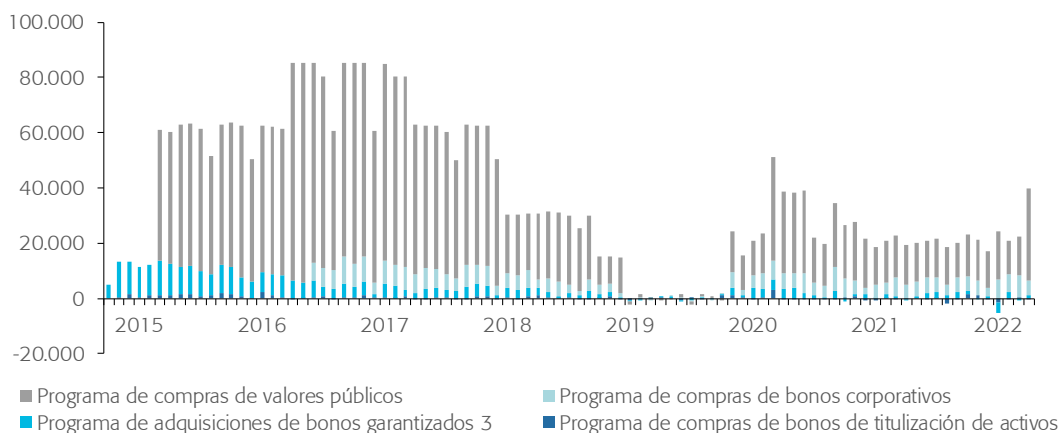
La implementación de políticas monetarias citada en la sección anterior, que incluye tanto los programas de liquidez para las entidades financieras como los programas de compras de activos, tiene un impacto en las condiciones de financiación del tejido empresarial europeo. Tal y como se pone de manifiesto en el gráfico 2, tanto la compra de activos por parte del BCE como la estructura temporal de los tipos de interés o ETTI (variable que podría aproximar los programas de liquidez) se encuentran correlacionadas, con signo negativo y positivo respectivamente, con el tipo medio de concesión a empresas.

En referencia a los programas de liquidez para las entidades bancarias en condiciones ventajosas, la relación de causalidad con las condiciones de financiación del sector empresarial se presupone directa por lo siguiente: si el sector bancario es capaz de obtener liquidez de forma más barata y a más plazo, esto se debería traducir en una caída de los tipos de

Gráfico 1

Historia de las compras netas acumuladas bajo el programa APP

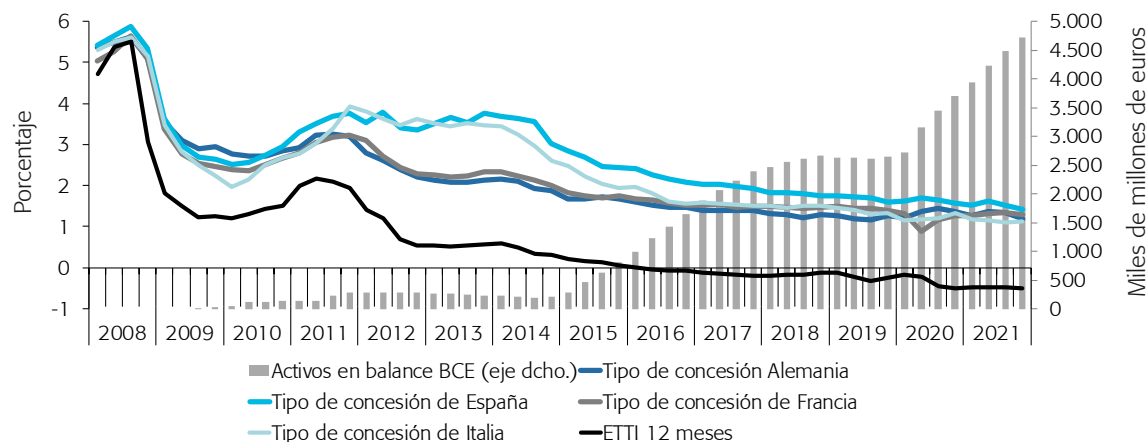
(Millones de euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Gráfico 2

Estructura temporal de los tipos de interés, activos en balance y tipo medio de concesión



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

concesión, especialmente si la concesión de crédito es un requisito para acceder a dichos programas, como es el caso de las *TLTRO*.

La evidencia empírica pone de manifiesto que la implementación del programa de compra de bonos corporativos, al alterar la TIR de los bonos elegibles, tiene un impacto en las condiciones de financiación del tejido empresarial en su conjunto. En concreto, incrementaría la demanda de los bonos investment grade, haciendo crecer su precio y reduciendo su TIR.

Respecto a los programas de compra de activos, y ciñéndonos al que atañe exclusivamente al sector empresarial —el *CSPP*—, la relación entre su implementación y las condiciones de financiación es, al menos aparentemente, menos directa, puesto que solo un porcentaje relativamente pequeño de

empresas de las economías europeas se financian con bonos que son elegibles para dicho programa¹. Sin embargo, la evidencia empírica pone de manifiesto que la implementación del programa *CSPP*, al alterar la tasa interna de retorno (TIR) de los bonos elegibles, tiene un impacto en las condiciones de financiación del tejido empresarial en su conjunto. En concreto, la implementación del programa *CSPP* incrementaría la demanda de los bonos *investment grade*, haciendo crecer su precio y reduciendo su TIR.

Finalmente, dado que la financiación vía emisión de bonos (sean elegibles o no para la *CSPP*) se abarata, más empresas elegibles recurrirán a esta vía de financiación, en detrimento del crédito bancario (gráfico 3). En última instancia, la menor demanda de crédito bancario por parte de las grandes empresas reduce su precio, abaratando las condiciones de financiación para todas las empresas que no se financian vía mercado, como así ocurrió con los tipos de concesión a pymes.

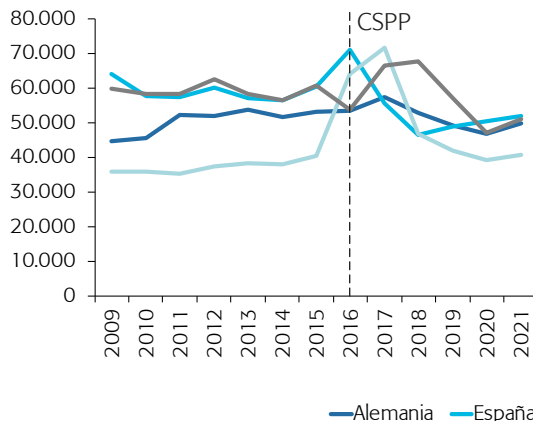
¹ Esto se aplica especialmente al caso español, como consecuencia fundamentalmente de la mayor dificultad de las empresas de menor envergadura a la hora de acceder a la financiación vía mercados, tanto por la menor tradición en el seno del sector financiero español de que las empresas de menor tamaño capten financiación por esta vía como —y esto es resultado de lo anterior— por el menor desarrollo de los mercados de renta fija, de corte más bancarizado que otros sistemas financieros de su entorno (especialmente respecto a los de tradición anglosajona).

Gráfico 3

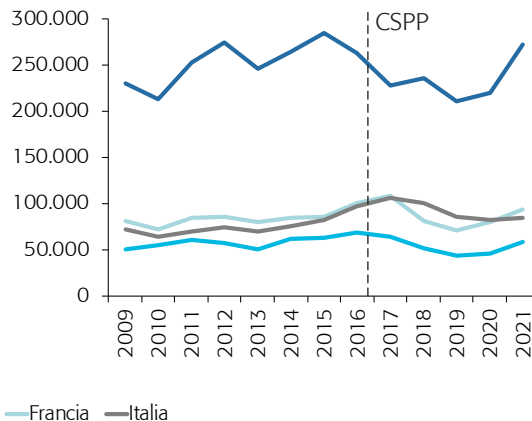
Nueva concesión de créditos por países

(Millones de euros)

a) Pymes (< 1 millón euros)



b) Grandes empresas (> 1 millón euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Todo este conjunto de interacciones, conocido comúnmente bajo la etiqueta de *mecanismos de transmisión de la política monetaria*, permite al BCE poder impactar en las condiciones de financiación, reduciendo la TIR de los bonos que no son elegibles al programa CSPP y abaratando la financiación bancaria.

Para estudiar el impacto de los dos tipos de políticas monetarias que impactan en mayor medida en el precio del crédito empresarial, hemos dividido el análisis en dos partes: en la primera, se estima el *pricing en base a riesgos* del crédito empresarial concedido en los cuatro principales sistemas bancarios europeos, que representan más de un 78 % del total de activo de la zona del del euro (España, Alemania, Francia e Italia); en la segunda, se estudia, a través de la función impulso-respuesta (*IRF*, por sus siglas en inglés), la relación de causalidad existente entre la política monetaria y el *pricing* obtenido en la primera parte del análisis.

Estimación del tipo medio de concesión teórico

Las entidades bancarias, a la hora de la concesión de un crédito bancario realizan estudios de la solvencia del potencial deudor (*scoring o rating*), que se transformará en un precio para cada préstamo que se conceda. Ese precio o tipo de interés de un préstamo, debe incorporar las cuatro variables fundamentales que componen el *pricing* de dicho préstamo, a saber: la estructura de financiación o coste de fondeo de la entidad; los gastos operativos de la entidad, que incluyen principalmente los gastos de personal y de administración; el coste del riesgo asociado y la remuneración a los accionistas.

Pues bien, en un ejercicio teórico y comparativo, hemos realizado una estimación trimestral desde 2008 hasta 2021 del *pricing en base a riesgos*² asociados a los préstamos a pymes y a grandes empresas a nivel consolidado, para un plazo medio de tres y cinco años y para cada uno de los cuatro

² Nos referimos a la construcción del *pricing* descomponiéndolo entre los cuatro elementos que lo determinan, teniendo en cuenta la morosidad de cada segmento a lo largo del periodo de análisis y el vencimiento medio de los préstamos.

grandes países de la eurozona: España, Alemania, Francia e Italia.

En primer lugar, para la determinación del coste de financiación, hemos partido de la estructura de pasivo histórica que presentan los sistemas bancarios de los cuatro países mencionados, distinguiendo entre:

- Tipos medios de depósitos a la vista.
- Tipos de captación de depósitos a plazo.
- TIR de emisiones mayoristas sénior, sumándole el *spread* de la ETTI a cada plazo.
- TIR de emisiones mayoristas subordinadas, sumándole el *spread* de la ETTI a cada plazo.

Para estimar el coste medio de financiación, se ha realizado la media ponderada del coste de cada vía de financiación ponderando por el peso que representa cada vía en cada sistema bancario.

Por su parte, para la determinación del coste de administración, se han obtenido los gastos de administración entre los activos totales medios para cada trimestre de nuestro periodo muestral, utilizando así un modelo de costes medios, que es más apropiado de cara a un ejercicio de fijación de precios, siguiendo a Mota (2019).

Adicionalmente, para el cálculo del coste del riesgo para cada uno de los segmentos de empresas

(pymes o grandes empresas), partimos de la tasa de mora de empresas agregada para, posteriormente, a través de un análisis histórico de probabilidades de *default* (PD) de las principales entidades de cada uno de los países, estimar la tasa de mora asociada a las pymes y a las grandes empresas.

Por último, para la remuneración al accionista, estimamos, por un lado, el coste de capital asociado a la banca, que se sitúa en el entorno del 10 % (como estándar de mercado y según BCE [2021]) y, por otro, el requerimiento de capital medio histórico, que se sitúa en el 11 % para la banca europea de acuerdo con el análisis de capital supervisor que realiza el Mecanismo Único de Supervisión (MUS, 2022). Finalmente, para distinguir entre los dos segmentos de empresas (pymes y grandes empresas), el cálculo se ajusta en función de la ponderación media utilizada para calcular los requerimientos de capital definidos en Basilea III, 57,56 % para pymes y 100 % para las grandes empresas.

Con la suma de los cuatro componentes, obtenemos el *pricing en base a riesgos* para cada uno de los sistemas bancarios, tal y como exponemos en el cuadro 1.

Impacto de la política monetaria en el pricing

Con el objetivo de estudiar el impacto de la implementación de las políticas monetarias

Cuadro 1

Componentes del pricing a un plazo de tres años a 2021

(Porcentaje)

	Coste finan.	Gastos admon.	Mora pymes	Mora GE	APR pymes	APR GE	ROE obj.	Solvencia	Pricing pymes	Pricing GE
Alemania	0,07	1,20	2,51	2,16	57,6	100,0	10,0	11,0	3,58	3,82
España	0,12	1,21	6,07	3,08	57,6	100,0	10,0	11,0	6,01	4,48
Francia	0,10	1,16	5,08	0,78	57,6	100,0	10,0	11,0	5,28	2,88
Italia	0,11	1,37	7,60	2,15	57,6	100,0	10,0	11,0	7,18	4,02

Costes finan.: costes de financiación medios; Gastos admón.: Gastos de administración divididos entre activos totales medios; GE: Grandes empresas; APR: Activos ponderados por riesgo; ROE obj.: ROE objetivo en base al cálculo del BCE del coste de capital

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo, Bloomberg y S&P Capital IQ.

expansivas en el *pricing en base a riesgos* obtenido, en esta sección llevamos a cabo un análisis impulso-respuesta. Para ello, hemos estudiado la estacionariedad de nuestras variables, las potenciales relaciones de cointegración existentes entre las mismas y, en consecuencia, desarrollado modelos VAR³.

Como variables impulso (es decir, aquella en la que se introduce el *shock*) se han utilizado: (i) la ETTI a 12 meses como *proxy* de los programas de liquidez para las entidades financieras, por tratarse de una curva prácticamente libre de riesgo y por el papel de los tipos interbancarios en la determinación de dicha curva, teniendo en cuenta que los programas de liquidez son canalizados a través de las entidades financieras; y (ii) los activos financieros en el balance del BCE⁴, como *proxy* de los programas de compra de activos.

Como variables respuesta (es decir, aquella que recibe el *shock*) se han utilizado el *pricing en base a riesgos* a cinco años obtenido en la sección anterior para pymes y grandes empresas en cada uno de los principales sistemas bancarios europeos (España, Alemania, Francia e Italia).

Como consecuencia de lo anterior, se han construido cuatro modelos VAR para cada uno de los sistemas bancarios objeto de estudio (España, Alemania, Francia e Italia), cada uno de los cuales presenta la siguiente estructura en relación con las variables endógenas del modelo seleccionadas:

- Modelo 1: (i) *pricing en base a riesgos* a cinco años para grandes empresas y (ii) ETTI a doce meses.

- Modelo 2: (i) *pricing en base a riesgos* a cinco años para pymes y (ii) ETTI a doce meses.

- Modelo 3: (i) *pricing en base a riesgos* a cinco años para grandes empresas y (ii) activos financieros en el balance del BCE.

- Modelo 4: (i) *pricing en base a riesgos* a cinco años para pymes y (ii) activos financieros en el balance del BCE.

Cabe reseñar que todos los modelos se han estimado con constante (única variable exógena seleccionada).

Los programas TLTRO y CSPP han tenido un impacto en los tipos de concesión del crédito a empresas, no solamente por su impacto directo a las referencias de la curva monetaria, sino por la mejora de la financiación de mercado de aquellas empresas que emiten bonos.

En el gráfico 4, se muestran los gráficos impulso-respuesta resultado de cada uno de los modelos construidos. Se puede observar que, en términos generales, la implementación de los programas de liquidez para las entidades financieras tiene un impacto estadísticamente significativo⁵ en el *pricing* del crédito concedido a las grandes empresas y pymes de los principales países de la eurozona. Un *shock* exógeno positivo (negativo) en la ETTI, derivada de la implementación de programas de liquidez a entidades financieras, incrementa (disminuye) los tipos de concesión. Adicionalmente, se observa que el impacto de un *shock* en la ETTI en los *pricing*

³ El estudio de la estacionariedad, se ha llevado a cabo con el test ADF (Augmented Dickey-Fuller, por sus siglas en inglés) y KPSS, los cuales son dos de las pruebas más utilizadas por la literatura para el estudio de la estacionariedad. Para el análisis de cointegración, se ha utilizado el test de Johansen, que permite determinar la existencia de relaciones de cointegración en modelos multivariados, como es nuestro caso. Adicionalmente, para la estimación de la función impulso-respuesta se ha elegido la descomposición de Cholesky como método de identificación del VAR estructural, lo que permite asegurarnos de que el *shock* introducido es exógeno.

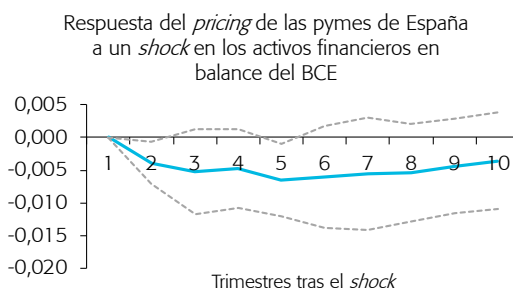
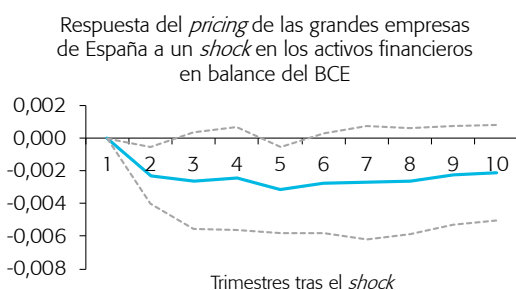
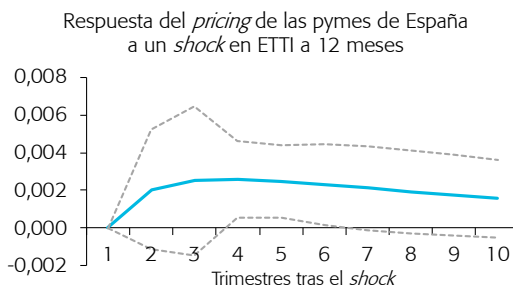
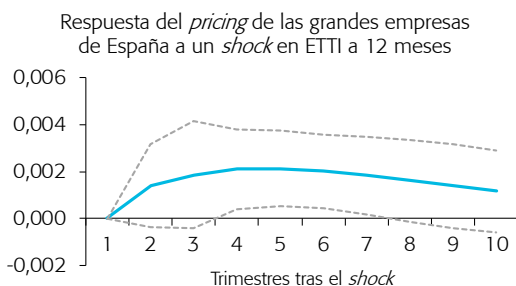
⁴ Se ha utilizado el logaritmo de esta variable para estabilizar la serie y facilitar la interpretación del análisis impulso-respuesta.

⁵ Los gráficos impulso-respuesta deben ser interpretados del siguiente modo: si el valor 0 se encuentra dentro del intervalo de confianza (líneas grises discontinuas) en un trimestre determinado tras la introducción del *shock*, se concluye que el impacto de la variable impulso en nuestra variable respuesta no es estadísticamente significativo al 95 % de nivel de confianza en dicho trimestre. Lo contrario es cierto si el valor 0 se encuentra fuera del intervalo de confianza.

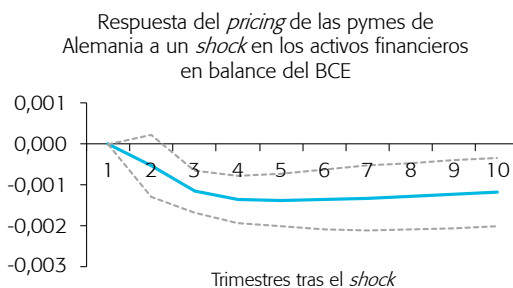
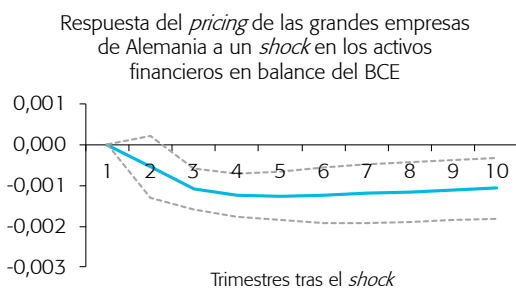
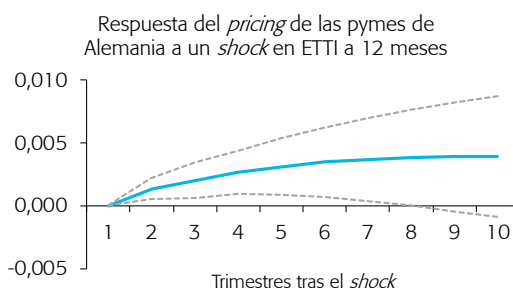
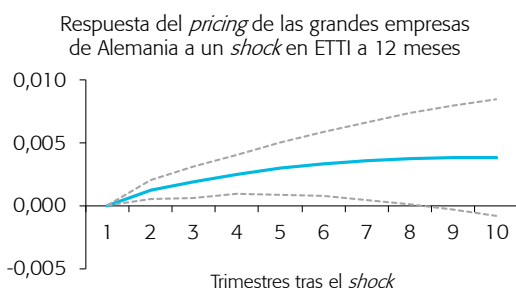
Gráfico 4

Gráficos impulso-respuesta

a) España



b) Alemania



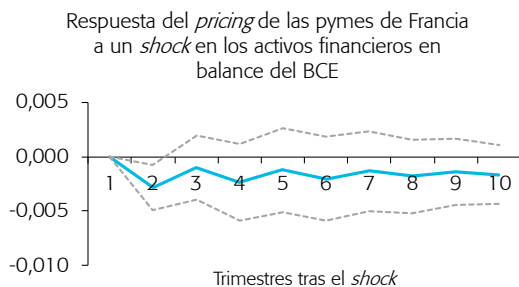
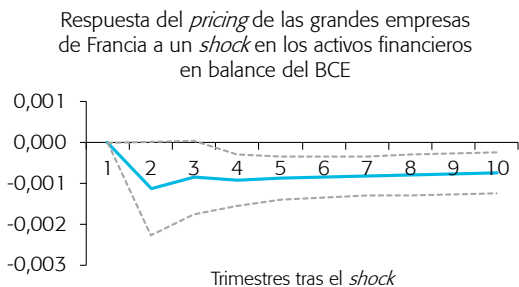
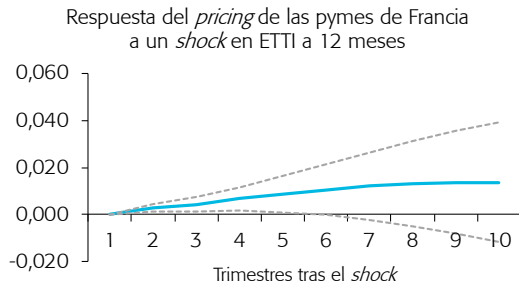
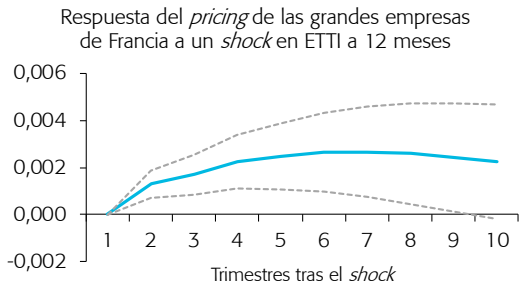
(Continúa en pág. siguiente)

Fuente: Elaboración propia.

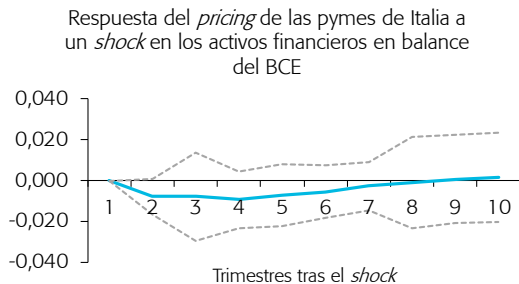
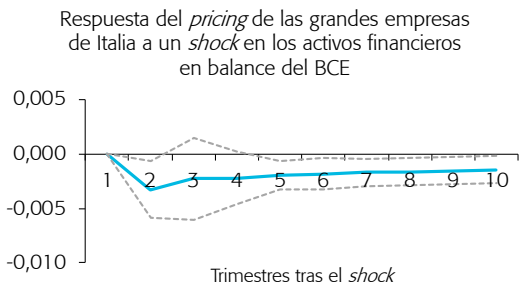
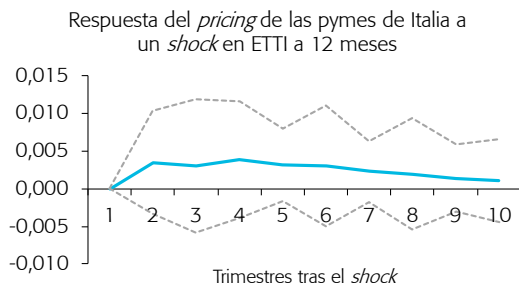
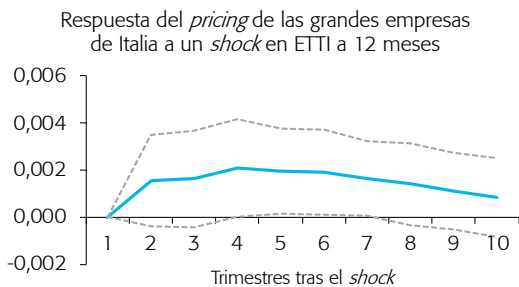
Gráfico 4

Gráficos impulso-respuesta (cont.)

c) Francia



d) Italia



Fuente: Elaboración propia.

no es estadísticamente significativo en el corto plazo en la economía española e italiana, y que dicho impacto no es estadísticamente significativo para las cuatro economías más allá de dos años (ocho trimestres) tras el *shock*, tanto en el caso de las pymes como de las grandes empresas.

Por su parte, los programas de compra de activos tienen un impacto estadísticamente significativo en el tipo medio de concesión a pymes y grandes empresas. Un incremento (disminución) de la compra de activos por parte del BCE, reduce (incrementa) el tipo de concesión a pymes y grandes empresas, como consecuencia de los mecanismos de transmisión monetaria explicados con anterioridad. Se obtiene que el efecto de los programas de compra en los tipos de concesión es especialmente significativo en el caso de la economía alemana (tanto para pymes como grandes empresas) y para las grandes empresas de Francia e Italia, con un impacto estadísticamente significativo incluso después de dos años tras la introducción del *shock*. En el caso español, se obtiene una relación estadísticamente significativa durante el primer año y medio tras el *shock*.

Conclusiones

La política monetaria que han desarrollado los bancos centrales a nivel global ha servido como colchón frente a los impactos de las crisis de 2008 y, la más reciente, de la COVID-19. El contrafactual de no haberlos realizado es imponderable, pero sin ningún tipo de dudas sería contraproducente para las economías europeas y, de manera particular, para el sector bancario.

Aunque todos los programas que se han diseñado de política monetaria no convencional han tenido, en mayor o menor medida, un impacto en la curva de tipos de interés, en la financiación de las empresas y en el coste de riesgo, entre otros, son los programas de compra de bonos corporativos y los programas de liquidez al sector bancario los que han tenido predominancia en el abaratamiento de los tipos de concesión a empresas.

A través de los análisis impulso-respuesta, se obtiene que ambos tipos de programas han tenido una especial relevancia en el abaratamiento de

la financiación a pymes desde 2014. De la misma manera, de nuestro análisis se deduce que la reversión de las políticas monetarias no convencionales derivará en un incremento de tipos de interés, tal y como está sucediendo. Cabe señalar que este fenómeno puede provocar un incremento de las insolvencias a nivel empresarial, dada la subida de los costes financieros para las empresas, lo que incrementaría aún más el tipo de concesión de crédito a empresas.

Aunque todos los programas de política monetaria no convencional han tenido, en mayor o menor medida, un impacto en la curva de tipos de interés, en la financiación de las empresas y en el coste de riesgo, son los de compra de bonos corporativos y los de liquidez al sector bancario los que han tenido predominancia en el abaratamiento de los tipos de concesión a empresas.

La diatriba para los bancos centrales radica en el hecho de si la inflación *per se* influye en una proporción más negativa en la economía que la propia senda de subida de tipos que se determine. Calibrar estos niveles corresponde a los consejos de gobiernos de los bancos centrales; y, a nosotros, analizar los efectos de las subidas de tipos y sus derivadas para la economía y el sector bancario.

Referencias

- BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE (2021). Measuring the cost of equity of euro area banks. *Occasional Paper Series*, 254, enero 2021.
- CAIXABANK (2013). Política monetaria no convencional: una historia (inconclusa) de éxito (limitado). *Informe Mensual La Caixa*, febrero, pp. 23-25.
- CANO, D. (2020). *La política monetaria (no convencional), clave para mitigar los efectos económicos del COVID-19*. Instituto Español de Estudios Estratégicos, Documento Opinión 31/2020.
- MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN, MUS (2022). Aggregated results of SREP 2021.
- MOTA, A. (2019). *Fijación de colchones de capital anticíclicos: una nueva aproximación* [Tesis de doctorado no publicada]. Universidad Autónoma de Madrid.

Una coyuntura fiscal al albur de la incertidumbre

Santiago Lago Peñas*

España y el conjunto de la Unión Europea están sufriendo una concatenación de choques negativos, intensos e inesperados. Choques provocados por factores exógenos al sistema económico, pero con una fuerte y rápida incidencia sobre él. En general, las respuestas dadas a escala europea y española han sido acertadas y bien dirigidas. Sin duda, han sido más eficaces y contundentes que las que se adoptaron para afrontar la Gran Recesión. Pero esas reacciones han contribuido también a complicar el escenario para la estabilidad fiscal.

En el caso español, la dinámica de las cuentas públicas refleja nítidamente lo anterior. El hundimiento de la recaudación tributaria y el aumento del gasto necesario para compensar las consecuencias sanitarias y económicas de la pandemia llegaron a situar al déficit público más allá del 10 % del PIB y a la ratio de deuda pública por encima de 125 %. Ambos parámetros fiscales, aun con la mejora que se produce en 2021 y lo que llevamos de 2022, se han mantenido muy por encima de los valores de referencia en el seno de la Unión Europea. Si no han supuesto un problema mayor para la estabilidad financiera, ha sido gracias a la activación de la cláusula de salvaguarda del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y al programa extraordinario de compra de deuda por parte del Banco Central Europeo.

Un marco transitorio para el que se divisa cerca el final: el programa extraordinario de compra está en repliegue y será reemplazado por un Instrumento para la Protección de la Transmisión (*TPI*, por sus

siglas en inglés) de la política monetaria, que exigirá mayor condicionalidad a los Estados; el coste al que se emitirá la deuda pública va a ir aumentando de forma progresiva; y las reglas fiscales comunitarias retornarán, revisadas, en 2024 (Lago Peñas, 2022). Además, la vuelta a la normalidad de las cuentas públicas se debe producir en un entorno macroeconómico que ha empeorado notablemente en los últimos meses, como consecuencia, fundamentalmente, de la guerra en Ucrania. En particular, asistimos a un aumento en la tasa de inflación inasumible para los estándares europeos y que está obligando a un giro brusco en la política monetaria. La subida en los tipos de interés, junto a la dificultad de alcanzar un pacto de rentas amplio y el efecto negativo de la incertidumbre sobre las decisiones de consumo e inversión, van a frenar el crecimiento del PIB y la vuelta a sus niveles prepandemia.

El objetivo de este artículo es triple. Primero, evaluar la ejecución presupuestaria en 2022 y las perspectivas de cierre de ejercicio. Segundo, abordar las

* Universidade de Vigo y Funcas.

proyecciones para 2023-2025, a partir de la información ya disponible sobre planes, compromisos y promesas del Gobierno que afectan a ambos lados del presupuesto. Y tercero, discutir algunos elementos clave para definir e implementar una estrategia de consolidación fiscal en España.

Ejecución presupuestaria y previsiones para 2022

El gráfico 1 muestra la ejecución presupuestaria hasta 30 de junio de 2022 y se compara con la correspondiente al ejercicio 2021. Las cifras se expresan como porcentaje del PIB y excluyen a las corporaciones locales. Según la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF, 2022b), se prevé que estas acaben el ejercicio con un superávit de 0,2 % del PIB, ligeramente por debajo del 0,27 % alcanzado en 2021. La reducción del déficit total acumulado en los primeros seis meses es muy notable (2,2 puntos porcentuales) y supera ya el objetivo para el conjunto del año, que era bajar al 5 % desde el 6,8 % con el que se cerró 2021.

Los pronósticos para el conjunto de 2022 recogidos en el gráfico 2 no son del todo convergentes.

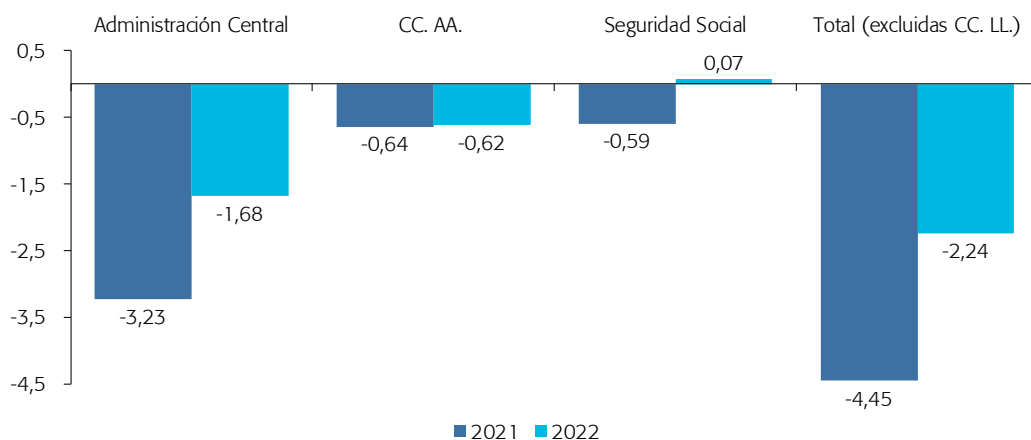
Mientras que el Consenso de Funcas muestra una cifra dos décimas por encima del objetivo del Gobierno (5,2 % vs 5,0 %), las previsiones del Banco de España (4,6 %) y la AIReF (4,5 %) son significativamente mejores y consolidan lo observado en la ejecución del primer semestre. Y ello, a pesar de tener en cuenta ya el coste presupuestario de buena parte de las medidas compensatorias adoptadas para afrontar los efectos de la invasión de Ucrania. De acuerdo con las estimaciones de la AIReF (Herrero, 2022), las actuaciones aprobadas hasta finales de junio supondrán 13.061 millones de euros; alrededor de un 1 % del PIB que empuja al alza el desequilibrio de las cuentas públicas. Además, esta cifra sigue aumentando por las nuevas decisiones adoptadas desde entonces. Entre otras, la rebaja en el IVA soportado por el gas natural a partir del 1 de octubre, con un impacto estimado por el Ministerio de Hacienda de 190 millones de euros hasta fin de año; la extensión de la gratuidad de los abonos de transporte; y el aumento en el importe de las becas a estudiantes. Al final de año, es muy probable que se añada alguna décima adicional a ese punto porcentual indicado.

El positivo e inesperado comportamiento de la recaudación tributaria es lo que está permitiendo que ese impacto sobre la hacienda pública no se

Gráfico 1

Déficit público acumulado hasta 30 de junio de 2021 y 2022

(En porcentaje del PIB)

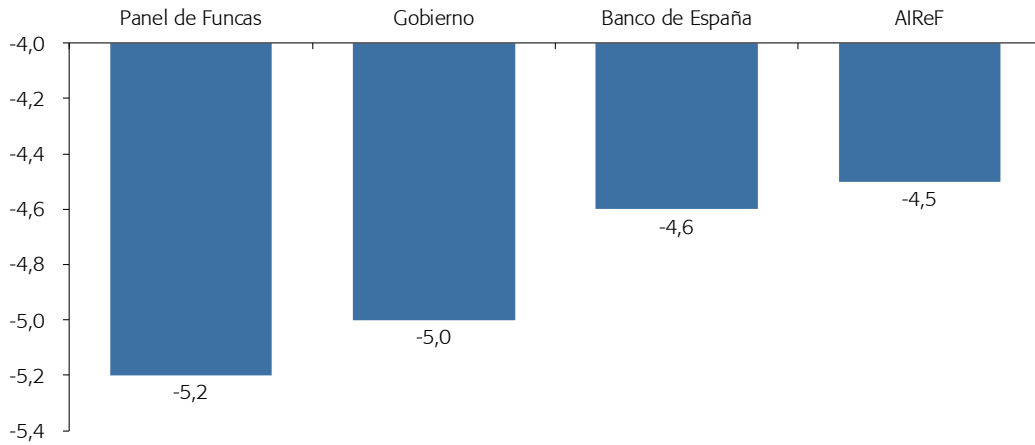


Fuente: Elaboración propia a partir de Ministerio de Hacienda y Función Pública (2022c).

Gráfico 2

Previsiones de déficit público en 2022

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de Funcas (2022).

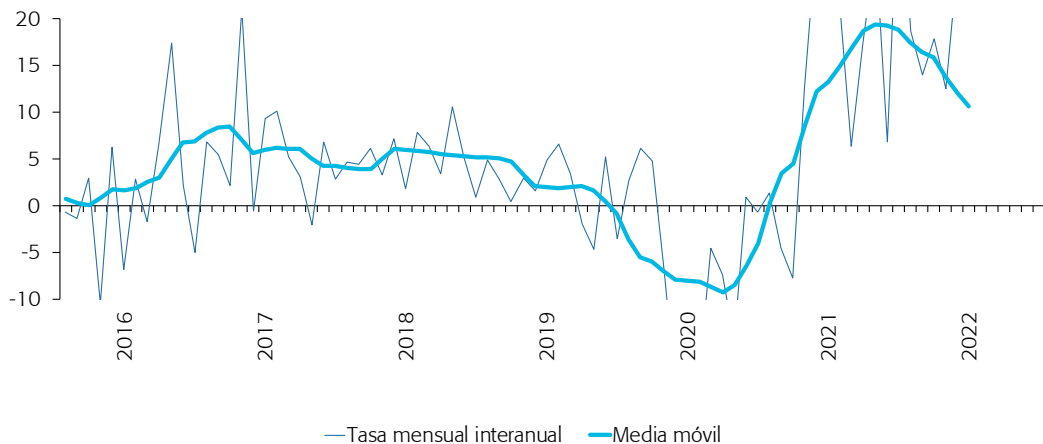
está traduciendo en un empeoramiento significativo del déficit (gráfico 3). Si la caída de ingresos tributarios se quedó claramente por debajo de la del PIB en 2020, en claro contraste con lo ocurrido en 2009, la recuperación en 2021 y lo observado en el primer semestre de 2022 implican elasticidades recaudatorias respecto al PIB muy por encima de las

estimaciones históricas y entre las más altas hoy en la Unión Europea. Sin duda, los programas de mantenimiento de rentas (ERTE, ayudas a autónomos) ayudan a explicar este resultado; como también lo hacen los buenos resultados del mercado de trabajo y, probablemente, la reducción de la economía sumergida por el impulso a la digitalización en los

Gráfico 3

Evolución de los ingresos tributarios homogéneos

(Tasa anual y media móvil a 12 meses, en porcentaje)

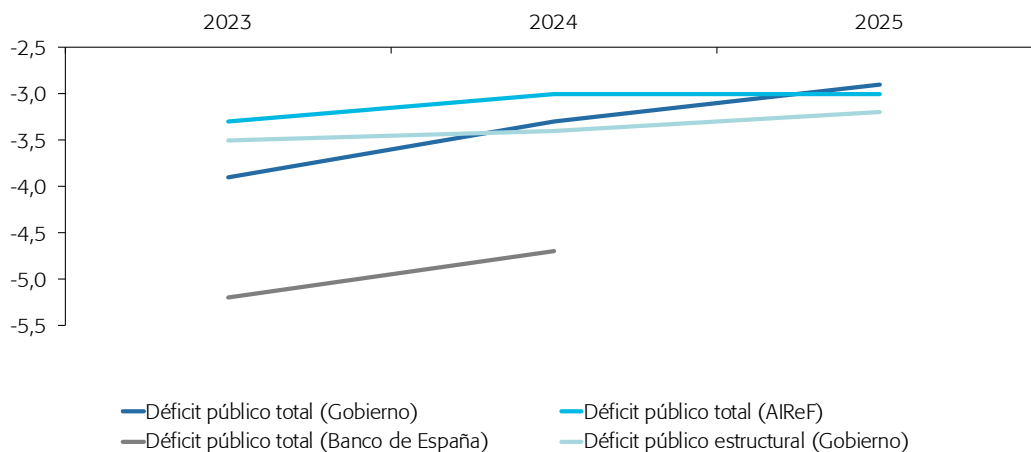


Fuente: AEAT (2022).

Gráfico 4

Proyecciones de déficit público, 2023-2025

(En porcentaje del PIB)



Fuentes: Elaboración propia a partir de Banco de España (2022), AIReF (2022a) y Ministerio de Hacienda y Función Pública (2022a).

pagos y el cambio en la percepción de los agentes económicos de los riesgos y costes que supone situarse fuera de la economía declarada. Aunque carecemos todavía de estimaciones precisas del peso relativo de cada uno de estos tres factores, no sería recomendable ni prudente suponer que esas elasticidades extraordinariamente altas se mantendrán en el futuro inmediato.

La recuperación de la recaudación tributaria en 2021 y lo observado en el primer semestre de 2022 implican elasticidades respecto al PIB muy por encima de las estimaciones históricas y entre las más altas hoy en la Unión Europea. Sin duda, los programas de mantenimiento de rentas ayudan a explicar este resultado, como también lo hacen los buenos resultados del mercado de trabajo y, probablemente, la reducción de la economía sumergida.

Perspectivas fiscales para 2023-2025

El gráfico 4 muestra la evolución prevista para el déficit en el cuatrienio 2023-2025 (Ministerio de

Hacienda y Función Pública, 2022a). En un escenario a políticas constantes, el Gobierno apuesta por una reducción progresiva hasta situarse en el entorno del 3 % en 2025, con un déficit estructural que experimenta una leve mejoría pero que sigue por encima del 3 % en 2025. La AIReF (2022a) valida este escenario en lo esencial, con un doble matiz. Primero, augura una reducción mayor en 2023 y menor los dos años siguientes. Segundo, considera que la componente estructural del déficit supera la estimación del Gobierno y que en 2025 se situará todavía alrededor del 4 %. El Banco de España (2022) ofrece un diagnóstico más pesimista. Si no se introducen cambios sustanciales en gastos e ingresos, el déficit no mejorará de forma significativa y se mantendrá por encima del 4,5 % en 2023 y 2024.

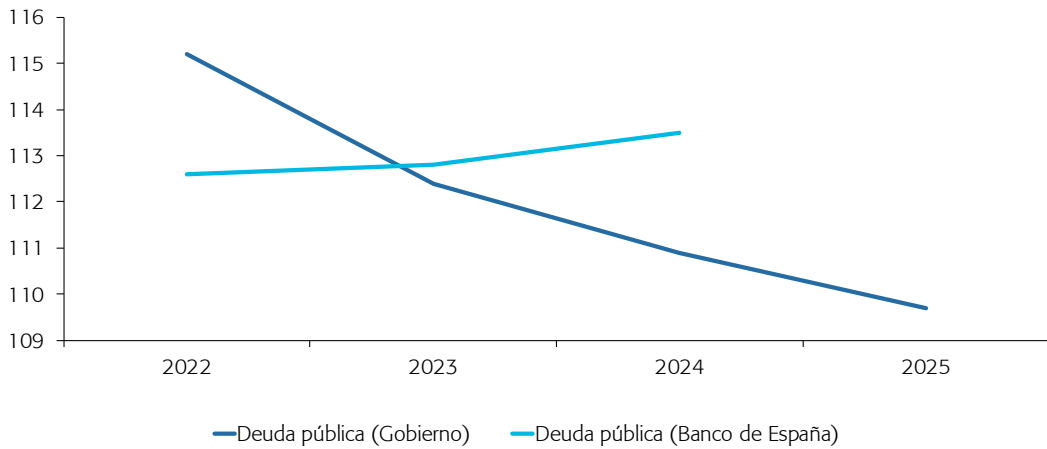
El gráfico 5 traslada lo anterior al ámbito de la deuda pública. Frente a la previsión del Gobierno de una reducción muy moderada pero continua de la ratio de deuda, el Banco de España no vislumbra mejora.

En definitiva, parece que no basta con confiar en el efecto corrector de una coyuntura económica que, de hecho, se percibe más compleja en 2023 de lo que se proyectaba hace escasos meses.

Gráfico 5

Proyecciones de deuda pública, 2022-2025

(En porcentaje de PIB)



Fuentes: Elaboración propia a partir de Banco de España (2022) y Ministerio de Hacienda y Función Pública (2022a).

Sujetas a un elevado grado de incertidumbre, las previsiones del crecimiento del PIB son modestas y con sucesivas revisiones a la baja. Hay que reconocer que, desde un punto de vista de economía polí-

El nuevo aplazamiento de la vuelta de las reglas fiscales europeas justifica que las actuaciones en el frente de la consolidación fiscal sean muy limitadas. Pero lo anterior es compatible con el esfuerzo y el acuerdo para definir unas actuaciones y un plan que generen confianza y credibilidad sobre el compromiso de España con la estabilidad fiscal.

tica, el año 2023 es particularmente complejo para la consolidación presupuestaria. Coincidirán elecciones municipales, autonómicas y generales, lo que supone un incentivo a gastar más y congelar o reducir impuestos. Además, el nuevo aplazamiento de la vuelta de las reglas fiscales europeas justifica que las actuaciones en el frente de la consolidación fiscal sean muy limitadas. Pero lo anterior es compatible con el esfuerzo y el acuerdo para definir unas actuaciones y un plan que generen confianza y credibilidad sobre el compromiso de España con la estabilidad fiscal.

Algunas reflexiones sobre las tareas pendientes

Si se quiere tener garantías de que cumpliremos con las futuras reglas fiscales europeas y con las condiciones para estar amparados por el nuevo mecanismo de transmisión de la política monetaria; si se quiere acotar la factura por intereses de la deuda a medio plazo; si se pretende recuperar el margen de maniobra de la política fiscal, es preciso definir ya reformas y objetivos que hagan converger gastos e ingresos públicos no financieros. Ciertamente el buen comportamiento de la recaudación tributaria actúa a favor; que la inflación, por ahora, está impulsando más los ingresos que los desembolsos; y que los dos nuevos impuestos extraordinarios para 2023-2024 sobre las empresas energéticas y las entidades financieras generarán, según los cálculos del Gobierno, alrededor de 3.500 millones de euros adicionales cada año en el que estén vigentes. Pero la probable extensión a 2023 de medidas frente a la invasión de Ucrania, la revalorización de las pensiones de acuerdo con el IPC observado, y los recursos adicionales que se prevé asignar para gasto en defensa presionarán intensamente en sentido contrario.

El componente 28 del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) de España contempla una reforma tributaria amplia que debería aprobarse ya en el primer trimestre de 2023. Este otoño se negociará con la Comisión Europea su concreción en un escenario difícilmente compatible con el avance en la fiscalidad verde y el incentivo a la descarbonización y la transición energética. Por eso, tendría sentido articular ya el contenido global de la reforma, aplazar la parte de esta que entra en clara contradicción con las actuaciones compensatorias en marcha, y activar a lo largo de 2023 los vectores que no plantean ese conflicto.

El compromiso de revalorización de las pensiones según el IPC observado va a generar en los presupuestos de 2023 un efecto escalón en el gasto con el que no se contaba y que se consolida hacia el futuro, complicando, si cabe, las proyecciones presupuestarias del sistema.

Por el lado del gasto, la partida de pensiones es la principal desde un punto de vista cuantitativo. El compromiso de su revalorización global según el IPC observado entre los meses de diciembre de 2021 y noviembre de 2022 va a generar en los presupuestos de 2023 un efecto escalón en el gasto con el que no se contaba y que se consolida hacia el futuro, complicando, si cabe, las proyecciones presupuestarias del sistema. El componente 30 del PRTR recoge de forma detallada las iniciativas en curso y las previstas para la próxima década y que buscan garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones. No obstante, existen dudas de que vayan a ser suficientes (Bandrés, 2021).

Sin dejar el PRTR, el componente 29 se centra en otra de las asignaturas pendientes del sector público español: la evaluación de las políticas públicas. Es perentorio que los hitos del componente se aceleren y concreten para observar a muy corto plazo una mejora en la eficiencia del gasto público y de los gastos fiscales. Avanzar en este frente generará ahorros y aumentos en la calidad de los servicios públicos, que a su vez redundará en una mejora de la

percepción de los ciudadanos. Lo anterior es extensible al componente 27, referido al fraude fiscal. Urge acelerar actuaciones y conseguir resultados para reforzar la suficiencia del sistema tributario y aumentar la equidad horizontal, lo que en última instancia ayudará a elevar la moral fiscal de los contribuyentes.

Finalmente, con vistas a la probable extensión a 2023 de medidas para hacer frente a los efectos de la invasión de Ucrania, el análisis de Checherita-Westphal, Freier y Muggenthaler (2022) es muy relevante. Sus estimaciones para el conjunto de países de la eurozona identifican dos características no deseables. La primera es la baja focalización de las ayudas. Solo el 12 % de las actuaciones se concentran en los hogares más vulnerables. La segunda es que únicamente el 1 % de las medidas contribuye positivamente a la transición verde y la descarbonización. Sería deseable que, con más tiempo para la definición de respuestas, ambos porcentajes aumentaran de forma sustancial para maximizar el impacto redistributivo, compatibilizar las actuaciones a corto plazo con los desafíos mayores en el frente del cambio climático y de la dependencia de fuentes energéticas no renovables, y acotar su coste fiscal agregado.

Referencias

- AEAT (2022). *Informes mensuales de Recaudación Tributaria. Junio de 2022*. Disponible en: https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml
- AIReF (2022a). *Informe sobre la Actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025*. 12-5-2022. Disponible: en www.airef.es
- AIReF (2022b). *Seguimiento mensual del objetivo de estabilidad 2022*. 20-7-2022. Disponible: en www.airef.es
- BANCO DE ESPAÑA (2022). *Proyecciones macroeconómicas de la economía española 2022-2024*, 10-6-2022. Disponible: en www.bde.es
- BANDRÉS, E. (2021). El presupuesto de la Seguridad Social de 2022: aportaciones del Estado iniciando las

- reformas. *Cuadernos de Información Económica*, 288 (noviembre diciembre). Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/el-presupuesto-de-la-seguridad-social-de-2022-aportaciones-del-estado-iniciando-las-reformas/>
- CHECHERITA-WESTPHAL, C., FREIER, M. y MUGGENTHALER, P. (2022). Euro area fiscal policy response to the war in Ukraine and its macroeconomic impact. *ECB Economic Bulletin*, 5/2022. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu>
- FUNCAS (2022). *Panel de previsiones de la economía española. Septiembre de 2022*. Disponible en: www.funcas.es
- HERRERO, C. (2022). *Comparecencia ante la Comisión de Hacienda en el Congreso. Informe sobre la actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025*. 27-6-2022. Disponible en: www.airef.es
- LAGO PEÑAS, S. (2022). Lo que se juega España ? *Cuadernos de Información Económica*, 287 (marzo-abril), pp. 19-25. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/la-reforma-de-las-reglas-fiscales-que-se-juega-espana/>
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (2022a). *Actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025*. 29.4.2022. Disponible en: www.hacienda.gob.es
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (2022b). *Límite de gasto no financiero del Estado y tasas de referencia de déficit público 2023*. 26-7-2022. Disponible en: www.hacienda.gob.es
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (2022c): *Ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas. Septiembre 2021*. 12-9-2022. Disponible en: www.hacienda.gob.es
- TORRES, R. (2022). Crisis energética: las respuestas de Alemania, España, Francia e Italia. *Cuadernos de Información Económica*, 288 (mayo-junio), pp. 11-18. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/crisis-energetica-las-respuestas-de-alemania-espana-francia-e-italia/>

España es menos vulnerable a un racionamiento de gas que otros países europeos

María Romero y Juan Sosa*

El plan “Ahorrar gas para un invierno seguro” aprobado por la Comisión Europea a finales de julio supone una reducción del 15 % de la demanda de gas entre el 1 de agosto de 2022 y el 31 de marzo de 2023, aunque algunos países, como España, solo tendrán que reducirla en un 7 %. Dentro del tejido productivo, el sector más sensible a un racionamiento del consumo de gas será la industria y, en particular, la química y farmacéutica y las actividades de transporte y almacenamiento, que entre los sectores con mayor dependencia energética son los que más peso directo tienen en el VAB de España y de la eurozona. Alemania e Italia son los dos grandes países europeos más expuestos a este riesgo geopolítico, mientras que España es menos sensible, no solo porque su industria apenas consume gas ruso, sino porque su reducción de demanda prevista será inferior. En cualquier caso, estará expuesta también a los riesgos que este entorno geopolítico adverso plantea para este próximo otoño-invierno.

La escalada del precio del gas que se ha producido en los últimos meses (gráfico 1) responde al riesgo de un corte del suministro ruso de esta materia prima tan importante para Europa, ya que Rusia seguirá utilizando el gas para tensar las relaciones geopolíticas con Europa y conseguir que se relajen las sanciones económicas impuestas como consecuencia de la guerra en Ucrania. El escenario más probable que está descontando el mercado es que el suministro se resienta y obligue a plantear

diferentes escenarios de racionamiento del uso del gas en el próximo otoño-invierno.

Este artículo trata de identificar qué sectores económicos en España son más intensivos en el consumo energético y cuáles dependen más del suministro procedente de Rusia, con el objetivo de cuantificar su peso directo y anticipar el impacto económico que podría derivarse si este riesgo se materializa.

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Precio del gas en Europa

(Euros/MWh)



Fuente: Afi y Bloomberg.

El Plan europeo de racionamiento de la demanda de gas: “Ahorrar gas para un invierno seguro”

Consciente del riesgo de corte de suministro de gas procedente de Rusia, la Comisión Europea (2022a) ha diseñado y publicado a finales de julio de 2022 una propuesta legislativa y un plan (“Ahorrar gas para un invierno seguro”), con los que pretende reducir el uso del gas en Europa en un 15 % entre el 1 de agosto de 2022 y el 31 de marzo de 2023.

El Plan Europeo de Reducción de la Demanda de Gas contempla medidas de racionamiento que podrían reducir la actividad productiva de algunos sectores relevantes en la economía europea, lo que daría lugar a una contención del crecimiento económico mayor de la prevista en estos momentos para lo que resta de año y, sobre todo, para 2023.

La propuesta legislativa consiste en un nuevo Reglamento del Consejo que otorgaría a la Comisión la posibilidad de declarar, previa consulta a los

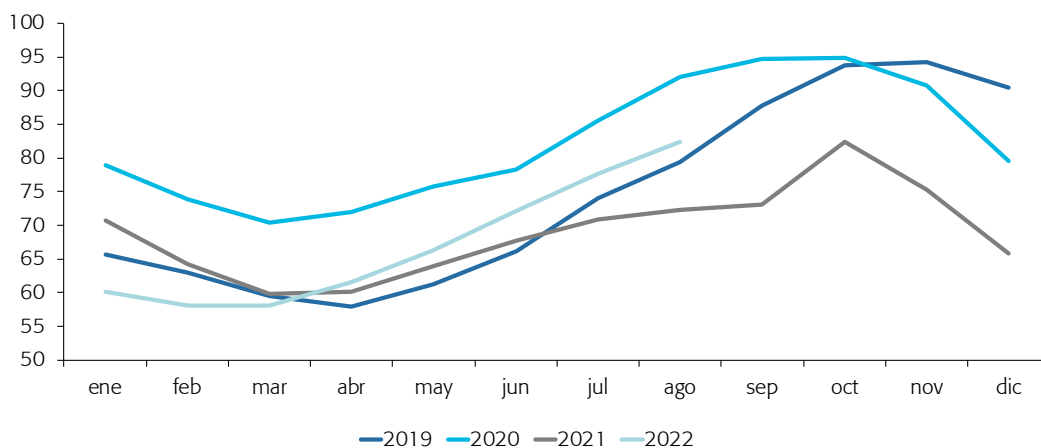
Estados miembros, una alerta sobre la seguridad de suministro, imponiendo una reducción obligatoria de la demanda de gas en toda la Unión Europea. Esta alerta se activaría cuando existiese un riesgo sustancial de una grave escasez de gas o una demanda de gas excepcionalmente alta. Los Estados miembros deberán actualizar sus planes nacionales de emergencia a finales de septiembre para mostrar cómo pretenden cumplir el objetivo de reducción y deberán informar a la Comisión sobre el progreso cada dos meses.

Para ayudar a los Estados miembros a lograr las reducciones de demanda necesarias, la Comisión también ha diseñado un Plan Europeo de Reducción de la Demanda de Gas que establece medidas, principios y criterios para la reducción coordinada de la demanda. Este Plan no solo recomienda a los consumidores minoristas que adopten hábitos que induzcan un menor consumo energético (como, por ejemplo, limitar el aire acondicionado a 25 grados en verano y la calefacción a 19 grados en otoño-invierno). También aconseja al tejido productivo que usen otras fuentes de energía (priorizando las renovables, aunque el cambio al carbón, petróleo o energía nuclear puede ser necesario como medida temporal) para aumentar las reservas gasísticas cuanto antes (aunque España no dependa tanto

Gráfico 2

Inventarios de gas en España

(Porcentaje sobre la capacidad de almacenamiento)



Fuente: Afi y Aggregated Gas Storage Inventory (GIE).

del suministro procedente de Rusia y ya cuente con más de un 80 % de su capacidad de almacenamiento completa a finales de agosto) (gráfico 2). En este mismo Plan, se contemplan medidas de racionamiento que podrían reducir la actividad productiva de algunos sectores relevantes, lo que podría conducir a una contención del crecimiento económico mayor de la contemplada en estos momentos para lo que resta de año y, sobre todo, para 2023.

Sectores económicos dependientes de gas ruso: impacto directo e indirecto

Tras la aprobación de este Plan por parte de Bruselas y todos los países miembros, cabe preguntarse qué sectores económicos son más dependientes energéticamente y cuáles de ellos consumen más gas procedente de Rusia, con objeto de anticipar qué actividades económicas serán más sensibles a este racionamiento de la demanda. Aunque el ejercicio que se plantea a continuación se ha hecho

para España, también se ha replicado para el área del euro y sus principales países miembros, lo que permite realizar comparaciones y extraer conclusiones sobre qué países están más expuestos a este riesgo geopolítico.

A partir de las tablas *input-output* de los principales países europeos¹ que proporciona la OCDE², se obtiene que la industria es el macrosector más intensivo en consumo energético en el área euro, como cabría esperar. Atendiendo al peso que representa el consumo energético sobre el total del valor añadido bruto (VAB) del sector, la industria metalúrgica (metales básicos) sería la actividad económica con mayor dependencia energética en todos los principales países europeos. En el caso de España, su consumo energético representa casi el 80 % de su VAB. Le siguen la extracción de productos no energéticos, la industria química y farmacéutica, y otros productos minerales no metálicos, cuyos consumos energéticos representan alrededor del 40 % del VAB que generan en España. Completarían este top 10, con un consumo energético superior

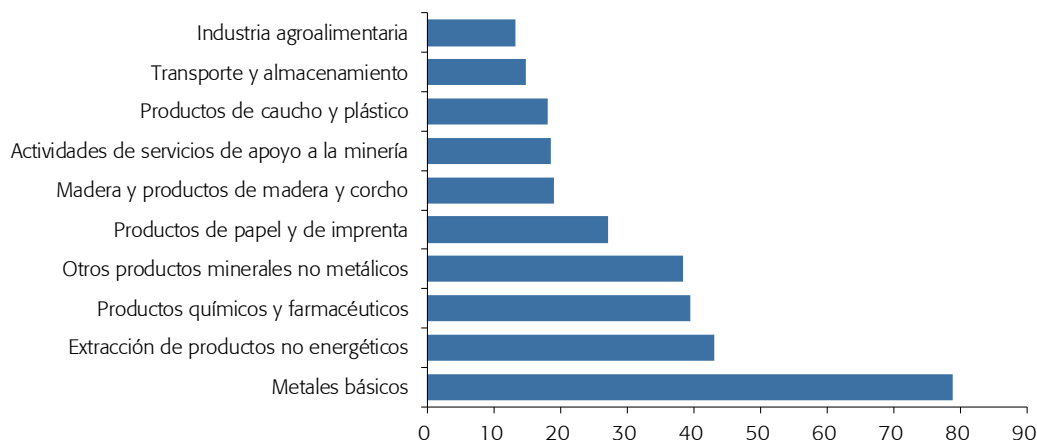
¹ Para la elaboración de este artículo se han contemplado los siguientes países, que representan aproximadamente el 80 % del PIB de la zona del euro: Alemania, Francia, Italia, España y Portugal.

² Los últimos datos disponibles hacen referencia a 2015.

Gráfico 3

Consumo energético/VAB por actividad económica

(En porcentaje)



Fuente: Afi, OCDE.

al 10 % del VAB y a la media sectorial, actividades como la industria del papel e imprenta, la industria de la madera y corcho, la industria extractiva (actividades de servicios de apoyo a la minería), la industria del caucho y plástico, el sector del transporte y almacenamiento, y la industria agroalimentaria (gráfico 3). Estas actividades económicas intensivas en energía en España son las mismas que las detectadas para el conjunto de la zona del euro.

Sin embargo, las actividades más dependientes de la energía procedente de Rusia son, por este orden, la industria extractiva, la industria química y farmacéutica, y el sector del transporte y almacenamiento (gráfico 4). En todas ellas, la energía importada de Rusia supera el 1,5 % del total del consumo que realizan (5 % en el caso de sus equivalentes en el área del euro), lo que las hace más vulnerables ante un corte, total o parcial, del suministro energético en los próximos meses y, probablemente sean los sectores intensivos en energía que más tengan que racionalizar su actividad productiva durante los próximos meses, según se desprende del Plan de la Comisión publicado a finales de julio de 2022.

Salvo la industria extractiva, las otras dos actividades económicas más dependientes de la energía

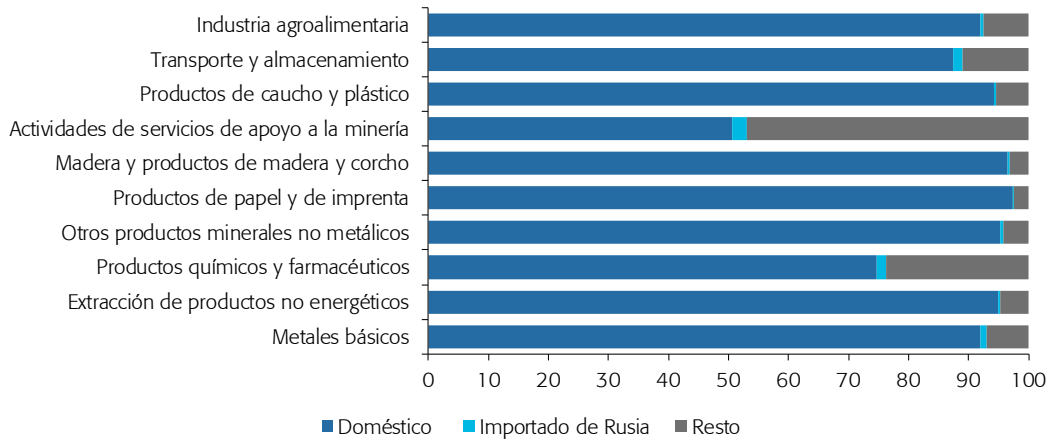
rusa son las que mayor peso directo tienen en la economía española de entre los diez sectores analizados con anterioridad. En particular, el sector del transporte y almacenamiento es el más importante de los tres, ya que genera casi un 5 % del total del VAB de España de forma directa. La industria química y farmacéutica, por su parte, tiene una relevancia menor, ya que su impacto directo se eleva hasta el 2 % del VAB. Si atendemos al conglomerado de los diez sectores económicos más dependientes energéticamente, representarían un 12,4 % del VAB (gráfico 5), lo que da muestras de la envergadura del potencial impacto de un corte de suministro energético en la eurozona y de la política de racionamiento planteada por la Comisión.

Asimismo, los sectores químico y farmacéutico, y las distintas modalidades de transporte son actividades de una importancia estratégica significativa en el entramado productivo de nuestro país. En primer lugar, todas ellas tienen un efecto de arrastre importante sobre el resto de sectores de la economía, por lo que un impacto negativo en su facturación implicaría, adicionalmente, un descenso en los ingresos (y en la actividad) de sectores proveedores y auxiliares, y afectaría también a su capacidad para generar empleo; estos

Gráfico 4

Composición del consumo energético según origen

(En porcentaje)



Fuente: Afi, OCDE.

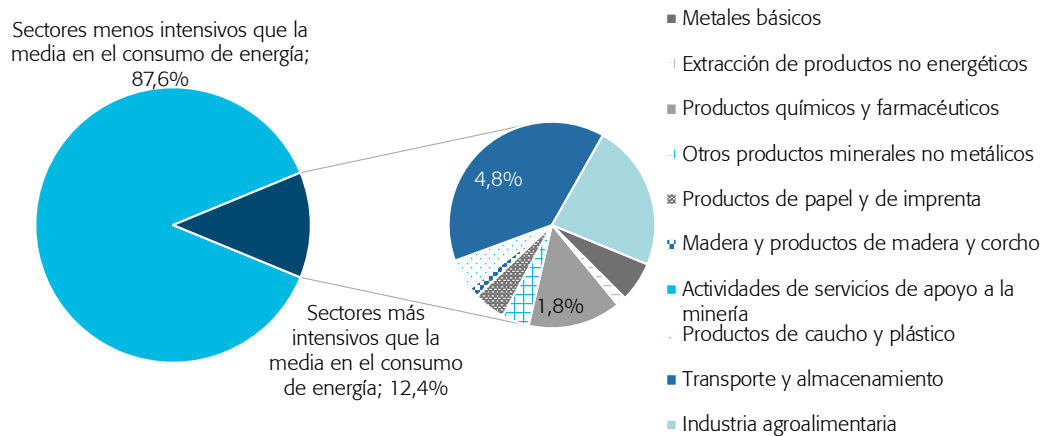
son los llamados efectos de arrastre “hacia atrás”. En segundo lugar, estos dos sectores también proveen de insumos a otras cadenas de valor en la economía, por lo que la imposibilidad de poder servir pedidos, o un incremento en los precios, se

trasladaría rápidamente a otros sectores económicos, afectando tanto a su producción como a sus márgenes. Estos efectos, llamados de arrastre “hacia adelante”, son particularmente prevalentes en los sectores de productos químicos, transportes

Gráfico 5

Peso directo de los sectores más intensivos energéticamente en España

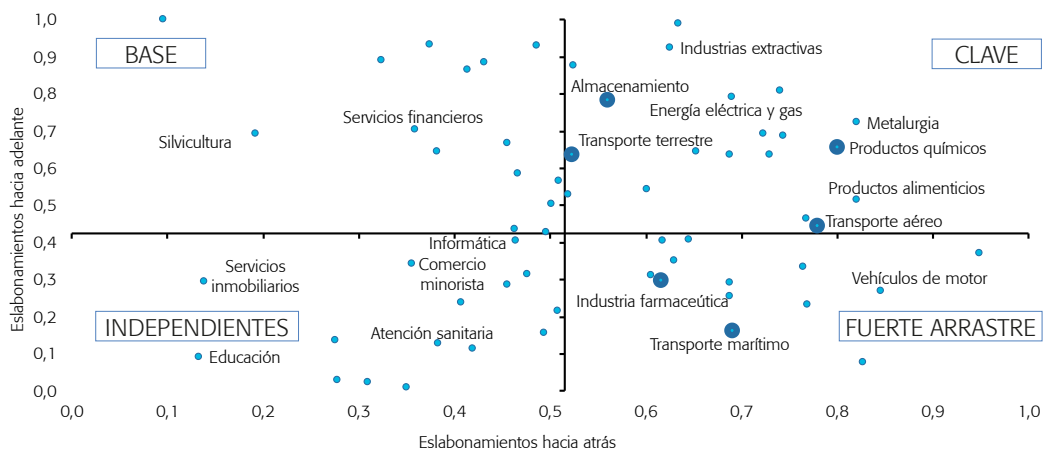
(Porcentaje sobre el VAB total)



Fuente: Afi, OCDE.

Gráfico 6

Eslabonamientos de la economía española



Nota metodológica: Los “eslabonamientos hacia atrás” son el resultado de dividir Consumos Intermedios a precios de adquisición entre la producción total a precios básicos de un sector. Cuanto mayor es el resultado para un sector, mayor será su efecto arrastre sobre otros sectores. Los “eslabonamientos hacia adelante” son el resultado de dividir el total de la demanda intermedia de un sector entre la producción total del sector (consumos intermedios y demanda final); cuanto mayor es el resultado para un sector, mayor es la parte de su producción que se destina como insumos a otros sectores.

Fuente: Afi, INE.

44 terrestre y aéreo y servicios de almacenamiento (gráfico 6)³.

En España las actividades más dependientes de la energía procedente de Rusia son, por este orden, la industria extractiva, la industria química y farmacéutica, y el sector del transporte y almacenamiento. En todas ellas, la energía importada de Rusia supera el 1,5 % del total del consumo que realizan (5 % en el caso de sus equivalentes en la zona del euro).

Sin embargo, la comparativa entre países europeos sugiere que España será uno de los menos castigados por esta situación, aunque no será ajeno

a las políticas de racionamiento que imponga la Comisión. Alemania e Italia son los dos grandes países europeos más sensibles y, en particular, sus respectivas industrias químicas y farmacéuticas.

Este sector es, sin duda, uno de los que más puede verse afectado por las políticas de racionamiento que se implementen en los próximos meses. Este racionamiento energético no solo atenderá a la relevancia de la actividad económica, sino también a la clasificación que haga cada Estado miembro de sectores críticos para garantizar el mínimo impacto posible sobre la ciudadanía. En este sentido, el Plan de Reducción de la Demanda publicado el 20 de julio por la Comisión Europea (2022a) también ayuda a los Estados Miembros a identificar y priorizar estos sectores críticos, entre los que, de momento,

³ Los “eslabonamientos hacia atrás” son el resultado de dividir los consumos intermedios a precios de adquisición entre la producción total a precios básicos de un sector. Cuanto mayor es el resultado para un sector, mayor será su efecto de arrastre sobre otros sectores. Los “eslabonamientos hacia adelante” son el resultado de dividir el total de la demanda intermedia de un sector entre la producción total del sector (consumos intermedios y demanda final); cuanto mayor es el resultado para un sector, mayor es la parte de su producción que se destina como insumos a otros sectores.

se incluyen los servicios relacionados con la salud, la alimentación, la seguridad, el refino y la defensa.

En cualquier caso, será necesario implementar medidas de acompañamiento a los sectores económicos más afectados por el racionamiento energético desde la política fiscal para intentar mitigar todos los efectos negativos que se puedan derivar de esta situación. De hecho, la Comisión Europea (2022b) contempla que los Estados miembros ofrezcan apoyo a la industria, de conformidad con la modificación del marco temporal de crisis de ayudas estatales. En esta modificación, la Comisión amplía la ayuda directa a empresas hasta los 500.000 euros, pudiendo llegar a cubrir hasta el 70 % del consumo de gas y electricidad del beneficiario de la ayuda en el mismo periodo del año anterior.

Conclusión

El Plan europeo “Ahorrar gas para un invierno seguro” aprobado por Bruselas y ratificado por todos los Estados miembros supone una reducción del 15 % de la demanda de gas entre el 1 de agosto de 2022 y 31 de marzo de 2021, aunque algunos países sufrirán un recorte inferior (7 %), como es el caso de España.

La comparativa entre países europeos sugiere que España será uno de los menos castigados por esta situación, aunque no será ajeno a las políticas de racionamiento que imponga la Comisión. Alemania e Italia son los dos grandes países europeos más sensibles y, en particular, sus respectivas industrias químicas y farmacéuticas.

El plan cuenta con una serie de recomendaciones para que los países miembros apliquen medidas

de reducción de la demanda de gas que afectarán, eminentemente, al tejido productivo, aunque los hogares también tendrán que hacer un esfuerzo al respecto. Dentro del tejido productivo, el sector más sensible a un racionamiento del consumo de gas será la industria y, en particular, la industria extractiva, la industria química y farmacéutica, y el sector del transporte y almacenamiento. Estos dos últimos sectores son los más dependientes del suministro ruso y están entre los que tienen un mayor peso relativo en la estructura productiva del área del euro.

Alemania e Italia son los dos países más expuestos y cuyas economías pueden sufrir más los efectos directos e indirectos de un potencial corte de suministro de gas y, por tanto, una reducción de su actividad mayor de la contemplada en las previsiones de consenso de los analistas. España, por su parte, es menos sensible, no solo porque apenas consume gas ruso, sino porque su reducción de demanda prevista será inferior. En cualquier caso, estará expuesta también a los riesgos que este entorno geopolítico adverso plantea para este próximo otoño-invierno.

En este sentido, no se descarta la aprobación de medidas de apoyo a estos sectores económicos, como forma de mitigar los efectos negativos que puedan derivarse de este hipotético riesgo.

Referencias

COMISIÓN EUROPEA (2022a). *Ahorrar gas para un invierno seguro: La Comisión propone un Plan de Reducción de la Demanda de Gas a fin de preparar a la UE para los recortes de suministro*. Disponible en: [Ahorrar gas para un invierno seguro: \(europa.eu\)](#)

COMISIÓN EUROPEA (2022b). *State aid: Commission amends the Temporary Crisis Framework*. Disponible en: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_4622

Riesgo climático en mercados inmobiliarios. Evidencia desde La Manga

Rajdeep Chakraborti* y Pedro Gete**

¿Cuándo y cuánto va a afectar la subida del nivel del mar a los mercados inmobiliarios? La literatura académica presenta una notable heterogeneidad de resultados sobre cómo pueden reaccionar los mercados inmobiliarios ante el cambio climático. Este artículo discute un reciente trabajo de los autores en el que se analiza el mercado inmobiliario de La Manga en 2014-2015 tras la publicación de un alarmante informe de Greenpeace, ampliamente citado en las noticias locales y que pronosticaba severas consecuencias para la región. El informe causó una caída inmediata y persistente de entre el 5 % y el 10 % en los precios de la vivienda, pero no tuvo ningún efecto sobre los alquileres. Hubo efectos indirectos positivos en ubicaciones vecinas, como si los mercados valorasen movimientos futuros de la población hacia áreas seguras. Las ventas de viviendas no se vieron afectadas: los compradores adquieren propiedades que se podrían inundar cuando los precios son suficientemente bajos.

El aumento del nivel del mar es un riesgo físico importante asociado con el cambio climático. La evidencia sugiere que ya está pasando, de momento con consecuencias en su mayoría aún no dramáticas. Pero las previsiones apuntan a que la subida del nivel del mar se va a acelerar y empeorar. ¿Cuándo y cómo van a reaccionar los mercados inmobiliarios al aumento del nivel del mar? Hay una activa literatura académica estudiando estas preguntas, pero no hay consenso. Por ejemplo, usando datos de EE. UU. Bernstein, Gustafson y Lewis (2019) y Giglio, Kelly y Stroebel (2021) muestran que la exposición al riesgo de inundaciones, o las menciones a riesgos

climáticos, reducen los precios de las propiedades. Sin embargo, Keys y Mulder (2020) muestran una relación positiva entre riesgo climático y precios de la vivienda para 2013-2018. Y Murfin y Spiegel (2020) no encuentran ningún impacto del riesgo de inundaciones en los precios de las propiedades costeras. Dada esta heterogeneidad de resultados, se puede decir que no hay acuerdo en la literatura académica sobre cómo los mercados inmobiliarios van a reaccionar al riesgo climático.

La falta de consenso académico puede deberse a que los estudios anteriores no comparan situaciones

* IE Business School, IE University.

** IE Business School, IE University. Agradezco a Funcas su apoyo financiero en esta línea de investigación.

en que el mercado inmobiliario tenga claras las consecuencias de la subida del nivel del mar. Para remediar este problema, Chakraborti, Gete y Martínez (2022) analizan un experimento natural en España donde las expectativas están muy claras: los efectos de los informes de Greenpeace sobre La Manga.

La Manga es una lengua de tierra costera arenosa a ras de mar. Es un popular destino turístico con un activo mercado inmobiliario. Para concienciar sobre el cambio climático en España, Greenpeace ha centrado varias campañas en esta zona geográfica. En 2007 publicó un primer informe con fotos modificadas de La Manga con solo las secciones superiores de los hoteles y edificios emergiendo del mar. Este informe generó mucha alarma en la zona. Las inmobiliarias de La Manga demandaron a Greenpeace alegando que el informe provocó la caída en picado del precio de la vivienda¹. Años después, en el Día de la Tierra de 2014 (22 de abril), Greenpeace publicó otro impactante informe que resaltaba que La Manga acabaría sumergida en un futuro no muy lejano. Este segundo informe también fue ampliamente difundido en la prensa local y generó mucha controversia².

A los informes de Greenpeace sobre La Manga se les puede considerar como *shocks* inesperados a las expectativas de subida del nivel del mar. Chakraborti, Gete y Martínez (2022) usan técnicas econométricas de diferencias en diferencias para analizar cómo dichos informes afectan al mercado inmobiliario. Los datos provienen del portal inmobiliario *Idealista* y cubren el periodo del informe de 2014.

Chakraborti, Gete y Martínez (2022) definen un grupo afectado por el informe de Greenpeace ("grupo de tratamiento") y lo comparan con grupos no afectados, también llamados "grupos de control". El grupo de tratamiento son los precios inmobiliarios en La Manga. Los grupos de control son los precios de alquileres en La Manga y zonas geográficas similares que, o están más elevadas, o no aparecen en el informe³. La mayoría de los alquileres en La Manga

son de corto plazo, con lo que no están expuestos a subidas del nivel del mar que van a tardar décadas en producirse.

Chakraborti, Gete y Martínez (2022) verifican que los grupos de tratamiento y control cumplen el supuesto de tendencias paralelas, necesario para aplicar técnicas de diferencias en diferencias. Esto es, los grupos de control y de tratamiento no difieren en las variables clave hasta la publicación del informe de Greenpeace. Además, controlan por efectos fijos y por factores alternativos que pueden afectar a los precios inmobiliarios. Estas técnicas econométricas permiten medir con fiabilidad cómo los informes de Greenpeace afectan a La Manga respecto a los grupos de control. Estos grupos de control absorben otros posibles *shocks* que podrían afectar al mercado inmobiliario.

Chakraborti, Gete y Martínez (2022) concluyen que los precios inmobiliarios indudablemente bajan cuando los mercados tienen expectativas claras sobre las consecuencias negativas de la subida del nivel del mar. Independientemente del grupo del control que se tome, los precios en La Manga caen entre un 5 % y un 10 % tras la publicación del informe de Greenpeace de 2014. La concienciación sobre los riesgos climáticos parece ser el factor clave que determina la reacción de los precios ante las amenazas climáticas.

Los alquileres de viviendas, en cambio, no se ven afectados. Este resultado es lo que esperaríamos de un *shock* a largo plazo en un activo. Los precios de activo reaccionan, pero los precios del flujo del consumo actual (esto es, los alquileres) no se ven afectados, ya que los inquilinos no están preocupados por los riesgos climáticos lejanos.

Los precios se mantienen estables en el grupo de control costero, pero aumentan en las localidades vecinas. Esto sugiere que los mercados anticipan

¹ <https://www.expatica.com/es/uncategorized/estate-owners-sue-greenpeace-for-prediction-38994/>

² https://murciatoday.com/greenpeace-warn-la-manga-is-under-threat-from-global-warming_20899-a.html

³ Por ejemplo, localidades de la costa mediterránea que tienen características socioeconómicas similares a La Manga: <https://www.cntraveler.com/galleries/2016-06-18/the-most-beautiful-coastal-towns-in-spain>

movimientos futuros de población hacia áreas seguras.

Chakraborti, Gete y Martínez (2022) no encuentran resultados significativos en la venta de viviendas. Por lo tanto, parece que los compradores aceptan correr el riesgo del aumento del nivel del mar si pueden comprar propiedades a precios más bajos. Es muy posible que el tipo de compradores cambie, por ejemplo, a inversores diversificados, o hacia personas de mayor edad, pero esto es algo que exige futuras investigaciones.

Para confirmar la solidez de los resultados anteriores, Chakraborti, Gete y Martínez (2022) comparan el impacto del informe de Greenpeace de 2014 con la contaminación por algas que afectó a La Manga en 2016. García-Lorenzo *et al.* (2021) y Banco de España (2021) estudian este otro *shock*. La contaminación por algas es un tipo diferente de *shock* porque es un *shock* presente, no futuro. Por lo tanto, afecta de inmediato tanto a los propietarios como a los inquilinos. Esperaríamos que la proliferación de algas, al ser un *shock* transitorio, aumente la relación precio-alquiler, ya que las rentas deberían caer más que los precios. Este es justo el resultado opuesto que por la subida del nivel del mar. Esto es exactamente lo que Chakraborti, Gete y Martínez (2022) encuentran. La proliferación de algas provocó una caída tanto de las rentas (un 12,5 %) como de los precios (un 3 %). La relación precio-alquiler aumentó. Por lo tanto, las dinámicas de la relación precio-alquiler permiten entender el tipo de *shock* que afecta al mercado. Además, apoyan la validez del estudio de Chakraborti, Gete y Martínez. (2022) sobre los informes de Greenpeace para La Manga.

Precios y alquileres de vivienda en La Manga

Chakraborti, Gete y Martínez (2022) analizan datos mensuales de compraventas y alquileres de vivienda en *Idealista*, la plataforma inmobiliaria líder en España. Los datos son precios listados *online* en la plataforma. Por lo tanto, pueden diferir un poco de los valores que se realizan las transacciones. Se centran en el periodo de 2013 a 2015, porque el

informe de Greenpeace se publicó en 22 de abril de 2014. Durante este periodo aún no había llegado la contaminación por algas que asoló La Manga desde 2016, como documentan Sáez (2020, García-Lorenzo *et al.* (2021) y Banco de España (2021).

El gráfico 1 muestra los precios de compraventas y alquileres de vivienda en La Manga en torno al informe de Greenpeace de 2014. Parece claro que el informe provoca una caída importante de los precios de la vivienda, pero no tiene efecto sobre los alquileres. El informe de Greenpeace opera como *shock* de noticias. El precio del activo reacciona (precio de la vivienda) pero el precio del flujo de servicios actual (alquiler de vivienda) no se ve afectado por una noticia sobre algo que aún no ha pasado (inundación de La Manga).

El informe sobre el futuro aumento del nivel del mar causó una caída de los precios de compraventas de vivienda, pero no tuvo ningún efecto sobre los alquileres. Estos resultados son consistentes con valorar una vivienda como el valor actual descontado ajustado al riesgo de alquileres futuros. El aumento del nivel del mar es un impacto lejano que afectará a las rentas futuras cuando se materialice.

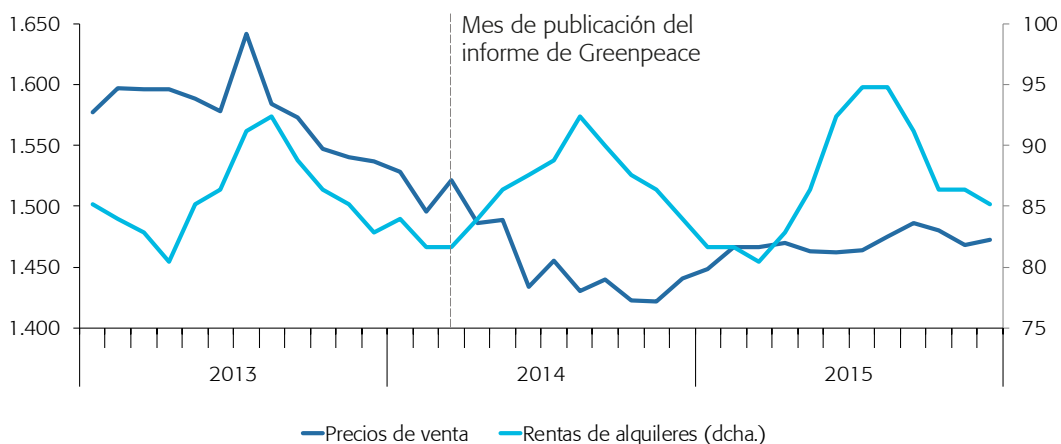
Para verificar rigurosamente la evidencia visual del gráfico 1, Chakraborti, Gete y Martínez (2022) analizan test de tendencias estructurales como McConnell y Pérez-Quirós (2000) o Smith (2008). Los resultados son muy claros: el informe de Greenpeace causa una caída de los precios de compraventas de vivienda. Sin embargo, no tuvo ningún efecto sobre los alquileres. Estos resultados son consistentes con valorar una vivienda como el valor actual descontado ajustado al riesgo de alquileres futuros. El aumento del nivel del mar es un impacto lejano que afectará a las rentas futuras cuando se materialice. A corto plazo aún no ha tenido efectos y, por lo tanto, las rentas de alquiler no son afectadas.

El gráfico 2 muestra un tipo de *shock* medioambiental diferente, en este caso, la proliferación de algas que afectó a La Manga desde 2016. Una floración de

Gráfico 1

Precios y alquileres de la vivienda en La Manga

(Euros/m²)



Fuente: Elaboración propia con datos de Idealista.

algas es un *shock* actual que debería afectar tanto a los mercados de propiedad como de alquiler. Esto es exactamente lo que muestra el gráfico 2. La contaminación por algas de 2016 provoca una caída significativa tanto en los precios de la vivienda (en un 12,63 %) como en los alquileres (en un 2,7 %). La relación entre el precio de la vivienda y el alquiler aumenta porque la proliferación de algas es un *shock* presente, aunque transitorio.

Comparando los gráficos 1 y 2 se observan los efectos diferentes de una noticia sobre futuro cambio climático frente a un fenómeno de contaminación actual. El cambio climático sube la rentabilidad de comprar para poner en alquiler, la contaminación presente baja dicha rentabilidad. Por ello es de esperar que el informe de Greenpeace atraiga a inversores en busca de rendimientos de corto plazo, o a compradores mayores con horizontes temporales más cortos. Esto es, además de cambios en los precios como se ha documentado aquí, es muy probable que haya cambios en la composición del propietario de las viviendas.

Análisis de diferencias en diferencias

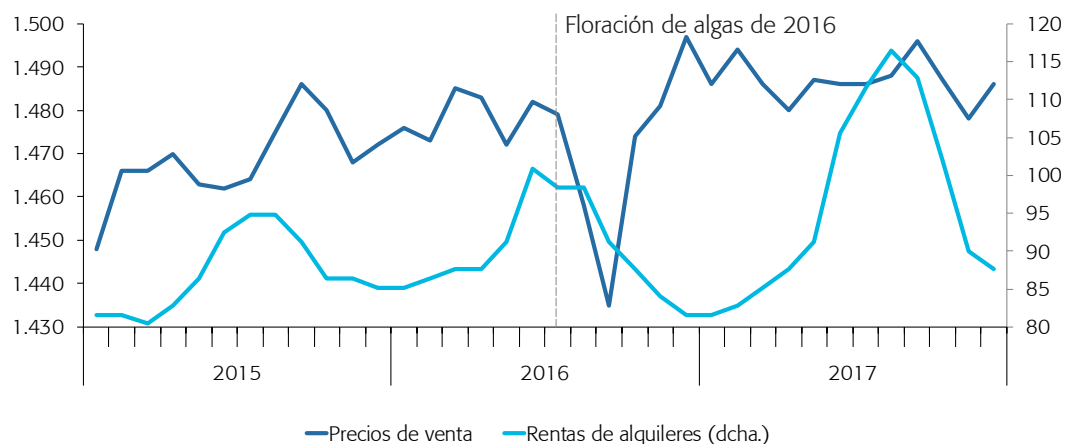
Para complementar los resultados anteriores, esta sección discute la metodología de diferencias en diferencias (“dif-dif”) para identificar los efectos del informe de Greenpeace de abril de 2014. El supuesto central es que, si no hubiera habido dicho informe, las diferencias después de 2014 entre La Manga y los grupos de control serían las mismas que antes abril de 2014. Por lo tanto, Chakraborti, Gete y Martínez (2022) asumen que, una vez se controla por distintos factores como se explica abajo, el informe de Greenpeace es la causa de los cambios en las diferencias entre La Manga y los grupos de control entre el pre y el posinforme.

La Manga es el grupo de tratamiento⁴. Se estudian dos grupos de control. Por un lado, un “grupo de control costero” que incluye localidades del litoral mediterráneo con características socioeconómicas similares a las de La Manga. Estas ubicaciones son: Alicante, Málaga, Marbella, Nerja y Torreveja. Como segundo grupo de control se estudian dos

⁴ La Manga pertenece a dos municipios. La parte sur pertenece a Cartagena, el centro y el norte a San Javier. Para datos inmobiliarios, Chakraborti, Gete y Martínez. (2022) usan todas las zonas de La Manga. Para el resto de las variables los datos son de San Javier.

Gráfico 2

Precios y alquileres de vivienda en La Manga: contaminación por algas

(Euros/m²)

Fuente: Elaboración propia con datos de Idealista.

localidades vecinas en La Manga (Guardamar del Segura y Pilar de la Horadada) que no están tan expuestas al aumento del nivel del mar.

Los precios de la vivienda en el grupo de control vecino a La Manga muestran una tendencia alcista posterior al informe que parece ser un efecto indirecto del shock. Esto sugiere que las localidades vecinas se benefician de una mayor demanda debido a su proximidad a La Manga y su relativa seguridad ante la amenaza del aumento del nivel del mar.

Los grupos de control y La Manga son bastante similares durante el periodo previo al *shock* para las variables relacionadas con el mercado inmobiliario. Todas las pruebas de igualdad de las medias previas al *shock* rechazan cualquier diferencia significativa entre La Manga y los grupos de control.

El gráfico 3 compara La Manga y el grupo de control costero, mientras que el gráfico 4 confronta La Manga con el grupo de control de localidades cercanas. Ambos gráficos verifican la premisa clave de tendencias paralelas para los precios de la vivienda

entre La Manga y los grupos de control. Las tendencias paralelas se cumplen perfectamente en ambos casos. La dinámica de los precios de la vivienda para La Manga y ambos grupos de control es muy similar antes del informe de 2014.

Tras la publicación del informe de Greenpeace, los precios de la vivienda experimentan una caída significativa en La Manga, mientras que, para el grupo de control costero, los precios se mantuvieron estables en el nivel anterior al *shock* (ver gráfico 3).

Los precios de la vivienda en el grupo de control vecino a La Manga muestran una tendencia alcista posterior al informe que parece ser un efecto indirecto del *shock* (ver gráfico 4). Esto sugiere que las localidades vecinas se benefician de una mayor demanda debido a su proximidad a La Manga y su relativa seguridad ante la amenaza del aumento del nivel del mar.

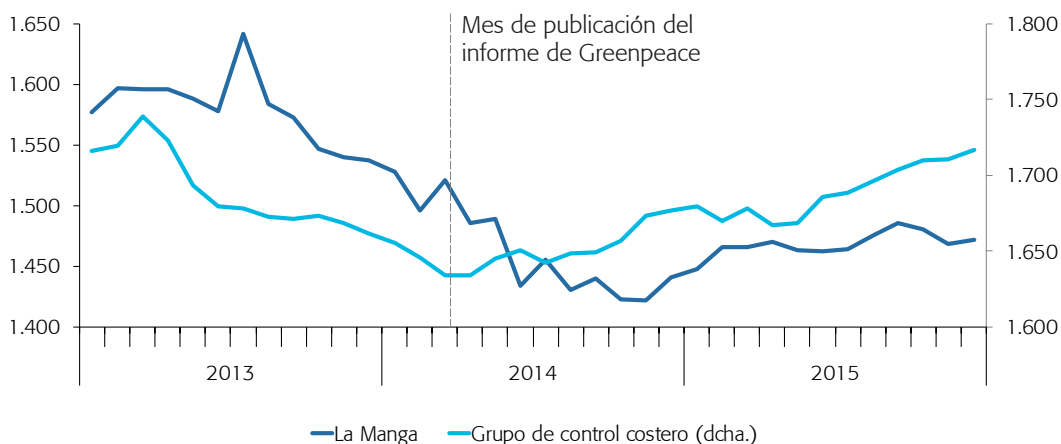
Para cuantificar el efecto del informe de Greenpeace de 2014, Chakraborti, Gete y Martínez (2022) estiman las siguientes regresiones dif-dif usando datos de 2013 a 2015:

$$\begin{aligned} \text{Log (Housing prices)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{LaManga} + \\ & + \beta_2 \text{Postreport} + \beta_3 \text{LaManga} \times \text{Postreport} + \sum_k \beta_k \text{Controles}_{itk} + \mu_i \end{aligned} \quad [1]$$

Gráfico 3

Precios de la vivienda en La Manga y en el grupo de control costero

(Euros/m²)



Fuente: Elaboración propia con datos de Idealista.

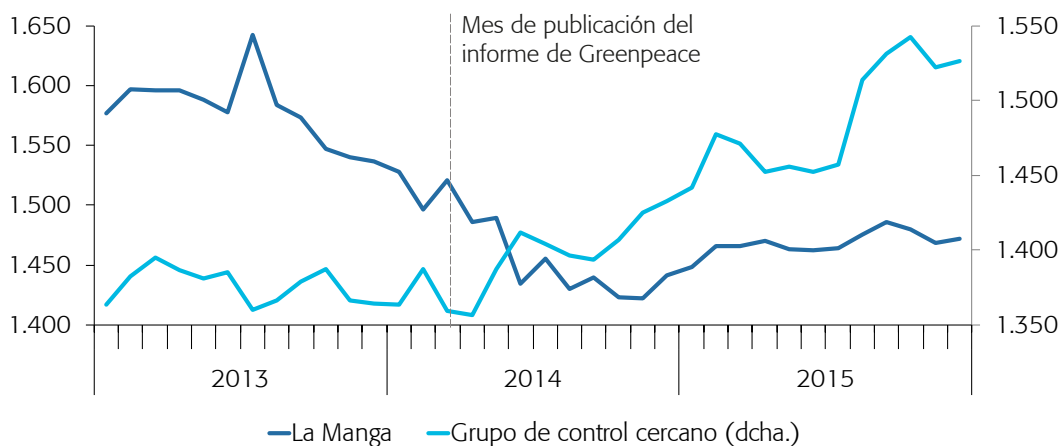
donde la variable *Log (Housing prices)* se refiere al cambio porcentual en los precios de la vivienda en la ubicación *i* en el periodo *t*. Las ubicaciones son La Manga y los dos grupos de control. *La Manga* es una variable binaria que toma el valor de 1 para La Manga y 0 para las localidades del grupo de control. *Postreport* es una variable binaria que toma el valor 1

a partir de mayo de 2014 (es decir, el periodo pos-publicación del informe) y 0 en caso contrario. El término de interacción *La Manga × Postreport* captura el efecto del informe de Greenpeace durante el período posterior a su publicación. Por lo tanto, β_3 es el coeficiente de interés para medir como el mercado reacciona a noticias negativas de subidas

Gráfico 4

Precios de la vivienda en La Manga y en el grupo de control cercano

(Euros/m²)



Fuente: Elaboración propia con datos de Idealista.

del nivel del mar. $Controles_{i,t,k}$ son las k variables de control, como, por ejemplo, inflación, población y desempleo⁵. También se controla por un aumento en el nivel del mar porque un nivel más alto podría afectar los mercados inmobiliarios con independencia de la campaña de Greenpeace⁶. También hay controles por la crisis financiera mundial que tiene su impacto entre 2008 y 2014. Finalmente, μ_i captura los efectos fijos de la provincia. Esto permite controlar por otros factores que podrían afectar al mercado inmobiliario.

El cuadro 1 resume las variables principales del estudio. El cuadro 2 contiene los resultados de la estimación de la ecuación [1]. La columna 1 del cuadro 2 muestra que, en periodo posterior al *shock*, los precios de la vivienda son un 7 % más bajos en La Manga que en el grupo de control costero. En cuanto al grupo de control formado por localidades vecinas a La Manga, la columna 2 del cuadro 2 muestra que los precios de la vivienda son un 5 % más bajos en La Manga. Esto es, en ambos casos,

el informe de Greenpeace tuvo efectos inmediatos negativos sobre los precios de la vivienda.

Resultados similares se obtienen con datos de *transaction prices* del Colegio de Registradores, en lugar de la fuente estadística utilizada, que son los *asking price* de *Idealista*.

Conclusiones

Hay desacuerdo en la literatura académica acerca de cuánto y cuándo el aumento del nivel del mar afectará los precios de las viviendas. Esto se debe a que la literatura estudia casos en que el mercado no tiene claras las consecuencias de la subida del nivel del mar. Chakraborti, Gete y Martínez (2022) estudian un informe de Greenpeace que recibió mucha atención en un área de España (región de La Manga) que es vulnerable al cambio climático. Esto es un experimento natural muy nítido donde se puede asumir que las expectativas de los mercados se mueven en el sentido del informe.

Cuadro 1

Estadísticas de las variables principales

	Observaciones	Media	Desviación Típica	Mínimo	Máximo
Principales variables					
Precios inmobiliarios	288	1.591,02	406,20	1.032,00	2.496,00
Alquileres	288	77,07	12,02	54,00	115,20
Variables control					
Nivel del mar	288	19,86	0,68	19,10	21,19
Índice de precios de consumo (IPC)	288	100,73	0,69	98,62	101,92
Población (en miles)	288	153,91	185,82	15,59	569,13
Tasa paro (en %)	288	23,25	3,15	16,74	27,55

Notas: Los precios de las viviendas y los alquileres están expresados en euros por metro cuadrado. El nivel del mar es el nivel global del mar medido en centímetros. El IPC es un índice con valor 100 en 2016.

Fuente: Elaboración propia.

⁵ Estos controles proceden de la base de datos del Instituto Nacional de Estadística. Para la inflación y el desempleo, los controles son a nivel de provincia.

⁶ La medida del nivel del mar proviene de Sealevels.org

Cuadro 2

Logaritmo de precios de la vivienda 2013-2015

	Grupo control costero	Grupo control vecino
LaManga × Postreport	-0,07*** (0.00)	-0,05** (0.02)
Controles económicos	Sí	Sí
Otros controles	Sí	Sí
Observaciones	216	108
R-cuadrado	0,77	0,84

Notas: Este cuadro estima la ecuación [1] con el logaritmo de los precios de la vivienda como variable dependiente. Los p-valores están entre paréntesis. La variable independiente es el término de interacción que toma el valor 1 para las observaciones en La Manga posteriores a abril de 2014, y 0 en caso contrario. La muestra consta de observaciones mensuales desde enero de 2013 hasta diciembre de 2015. *** y ** representan significatividad al 1 % y al 5 % respectivamente. Ambas especificaciones utilizan errores estándar robustos.

Chakraborti, Gete y Martínez (2022) muestran que los precios inmobiliarios caen cuando el mercado asume que el nivel del mar va a subir. Dichas caídas pasan mucho antes de que el nivel del mar suba, lo relevante son las noticias que afectan a las expectativas de mercado. Por ello los precios de la vivienda reaccionan al informe, pero los precios de los alquileres no cambian. En contraposición a *shocks* presentes de contaminación por algas, donde tanto los alquileres como los precios reaccionan.

Los precios inmobiliarios caen cuando el mercado asume que el nivel del mar va a subir. Dichas caídas pasan mucho antes de que el nivel del mar suba, lo relevante son las noticias que afectan a las expectativas. Por ello los precios de la vivienda reaccionan al informe, pero los de los alquileres no cambian. En contraposición a shocks presentes de contaminación por algas, donde tanto los alquileres como los precios reaccionan.

Un análisis econométrico de diferencias en diferencias permite cuantificar que el informe de Greenpeace redujo los precios inmobiliarios de La Manga entre un 5 % y un 10 % en relación con los grupos de control. Hay evidencias de efectos indirectos positivos en ubicaciones vecinas. Esto sugiere que los mercados estaban valorando la futura reasignación

de población. Lo que quiere decir que el cambio climático va a generar ganadores y perdedores.

Si bien los efectos de los precios son fuertes y estadísticamente significativos para las ventas de viviendas, el informe no pareció tener mucho efecto. Las ventas de casas fueron inmunes al informe. Por lo tanto, podemos concluir que, al menos mientras que el aumento del nivel del mar sea más una amenaza que un peligro real, la mayoría de los efectos se sentirán en los precios, no en el volumen de transacciones.

Un tema para futuras investigaciones es cómo cambia la composición del propietario de las viviendas más expuestas a la subida del nivel del mar. El cambio climático sube la rentabilidad de comprar para poner un alquiler, la contaminación presente, en cambio, baja dicha rentabilidad. Por ello es de esperar que el informe de Greenpeace atraiga a inversores en busca de rendimientos de corto plazo, o a compradores mayores con horizontes temporales más cortos.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2021). The value of housing and ecological degradation: The case of Mar Menor. *Financial Stability Report*, pp. 112-114.
- BERNSTEIN, A., GUSTAFSON, M. T. y LEWIS, R. (2019). Disaster on the horizon: The price effect of sea level rise. *Journal of Financial Economics*, 134(2), pp. 253–272.

- CHAKRABORTI, R., GETE, P. y MARTINEZ, C. (2022). *Climate risks in housing markets: Evidence from news shocks*. <https://www.ie.edu/faculty/pedro-gete/wp-content/uploads/sites/251/2021/12/2021-12-La-Manga-Draft.pdf>
- GARCIA-LORENZO, M. L., VILLASUR, J. G., LAMAS, M. y PÉREZ-QUIRÓS, G. (2021). *Environmental destruction and housing prices: The case of Mar Menor in Spain*.
- GIGLIO, S., KELLY, B. y STROEBEL, J. (2021). Climate finance. *NBR Working Paper Series*, 28226. National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28226/w28226.pdf
- KEYS, B. J. y MULDER, P. (2020). Neglected no more: Housing markets, mortgage lending and sea level rise. *NBR Working Paper Series*, 27930. National Bureau of Economic Research.
- MCCONNELL, M. M. y PÉREZ-QUIRÓS, G. (2000). Output fluctuations in the United States: What has changed since the early 1980's? *American Economic Review*, 90(5), pp. 1464–1476.
- MURFIN, J. y SPIEGEL, M. (2020). Is the risk of sea level rise capitalized in residential real estate? *The Review of Financial Studies*, 33(3), pp. 1217-1255.
- SÁEZ, C. C-M. (2020). Socio-economic impact of Mar Menor harmful algal bloom in 2015-2016. Universidad Carlos III de Madrid.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo			Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)	
				Total	Construcción	Equipo y otros productos					
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales											
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	2,0	1,1	1,9	4,5	7,2	1,8	2,2	1,3	1,6	0,4	
2020	-11,3	-12,2	3,5	-9,7	-10,2	-9,2	-19,9	-14,9	-9,1	-2,2	
2021	5,5	6,0	2,9	0,9	-3,7	5,8	14,4	13,9	5,2	0,3	
2022	4,2	1,8	0,6	5,0	1,1	8,7	13,0	7,4	2,1	2,1	
2023	2,0	2,0	1,5	2,8	3,8	2,0	3,3	3,6	2,0	0,0	
2021	I	-4,4	-4,5	4,4	-6,1	-11,5	-0,3	-6,0	-3,7	-3,6	-0,8
	II	17,9	23,3	4,1	17,5	9,5	26,6	40,5	40,8	17,6	0,3
	III	4,2	4,0	3,1	-3,0	-6,7	0,8	15,2	14,3	3,8	0,4
	IV	6,6	4,5	-0,1	-1,7	-3,9	0,5	16,4	11,6	4,9	1,7
2022	I	6,7	3,4	-1,0	3,5	-0,2	7,1	19,9	12,2	3,8	2,8
	II	6,8	2,4	-2,9	4,9	4,4	5,3	23,1	8,8	1,9	4,9
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales											
2021	I	-0,2	-0,1	0,6	-1,9	-3,7	0,0	2,2	0,5	-0,8	0,6
	II	1,4	2,2	0,7	1,1	1,8	0,4	2,2	6,0	2,5	-1,1
	III	3,1	2,1	0,5	-0,8	-1,4	-0,2	5,7	2,7	2,1	1,0
	IV	2,3	0,3	-1,8	-0,1	-0,5	0,3	5,5	1,9	1,0	1,2
2022	I	-0,2	-1,2	-0,3	3,3	0,0	6,6	5,2	1,0	-1,8	1,6
	II	1,5	1,2	-1,3	2,5	6,5	-1,3	4,9	2,8	0,5	0,9
	Precios corrientes (mm euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes									
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	58,3	18,7	18,7	9,0	9,7	35,1	31,5	96,4	3,6	
2018	1.204	58,1	18,7	19,4	9,7	9,7	35,1	32,4	97,3	2,7	
2019	1.246	57,4	18,9	20,0	10,4	9,7	34,9	32,0	97,1	2,9	
2020	1.118	56,1	22,0	20,4	10,5	9,8	30,8	29,3	98,5	1,5	
2021	1.207	56,2	21,4	19,8	10,0	9,8	34,9	33,4	98,5	1,5	
2022	1.315	56,4	20,4	20,3	9,6	10,7	38,6	37,0	98,4	1,6	
2023	1.392	57,1	20,1	20,3	9,6	10,7	39,2	38,0	98,7	1,3	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

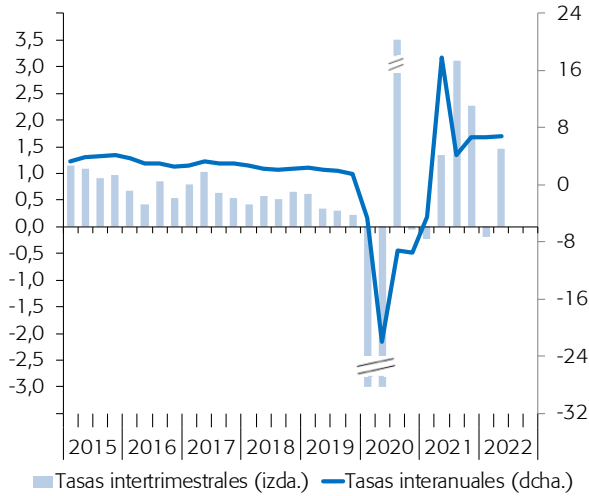


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

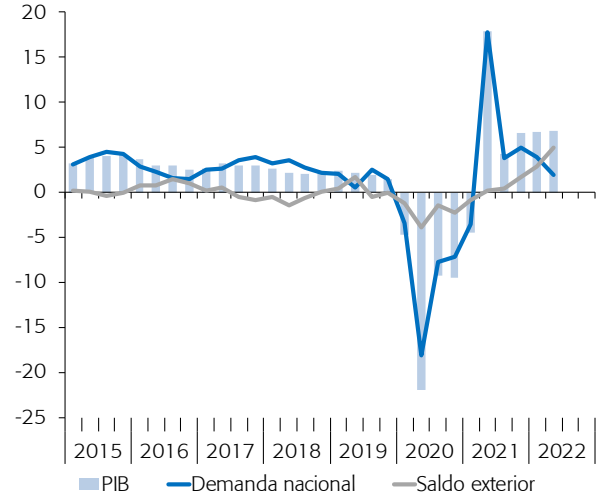


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

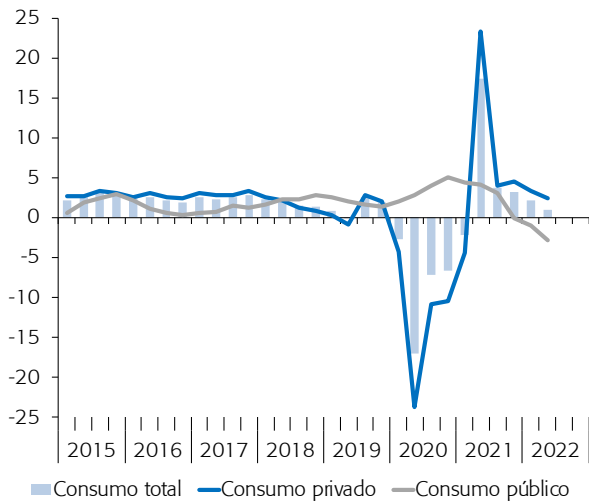
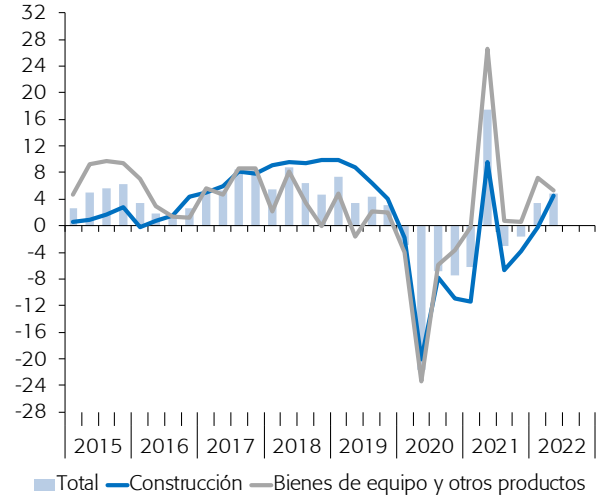


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico*

	Valor añadido bruto a precios básicos									Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales										
2015	3,3	4,7	3,0	4,6	5,5	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	1,6	2,9	2,1	
2019	2,1	-5,9	1,5	0,5	4,3	2,3	1,5	2,6	1,0	
2020	-11,4	4,5	-13,1	-15,4	-13,2	-11,4	-1,4	-14,6	-10,8	
2021	5,4	2,1	6,6	8,9	-3,0	6,0	1,1	7,8	6,7	
2020	III	-9,3	4,1	-8,5	-9,7	-9,2	-2,1	-12,4	-8,6	
	IV	-9,5	9,1	-7,4	-8,3	-11,9	-0,8	-13,5	-9,1	
2021	I	-4,6	4,1	-0,2	-0,2	-9,6	1,6	-7,7	-3,1	
	II	17,9	0,0	27,5	36,1	13,3	3,2	23,4	17,6	
	III	4,1	2,5	0,4	3,0	-8,2	1,2	7,7	5,3	
	IV	6,4	1,8	3,2	4,0	-4,1	8,2	-1,3	11,7	
2022	I	6,4	3,9	2,7	4,9	0,6	7,8	-1,9	11,4	
	II	6,7	-1,2	4,5	5,5	5,1	7,7	-5,5	12,4	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales										
2020	III	17,0	-2,1	28,7	36,9	23,2	15,1	1,2	21,1	13,6
	IV	0,0	4,8	0,5	1,1	-3,3	0,0	2,0	-0,8	-0,5
2021	I	-0,3	-3,7	-1,4	-2,3	-3,0	0,3	-0,2	0,4	0,6
	II	1,2	1,2	0,0	0,7	-1,9	1,7	0,1	2,2	3,4
	III	3,2	0,4	1,4	3,6	-0,2	4,0	-0,7	5,7	1,7
	IV	2,2	4,1	3,3	2,0	0,9	2,0	-0,5	2,9	2,7
2022	I	-0,4	-1,7	-1,9	-1,5	1,8	-0,1	-0,8	0,1	1,3
	II	1,5	-3,8	1,7	1,4	2,5	1,6	-3,6	3,2	1,2
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios básicos								
2015	979	3,0	16,3	12,4	5,8	74,9	18,5	56,4	10,1	
2016	1.011	3,1	16,2	12,4	5,9	74,9	18,4	56,5	10,2	
2017	1.054	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	1.130	2,7	15,8	12,0	6,3	75,2	18,2	57,0	10,3	
2020	1.020	3,1	16,0	12,1	6,1	74,8	20,3	54,5	9,6	
2021	1.091	2,9	16,9	12,8	5,6	74,6	19,2	55,4	10,6	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector
Tasas de crecimiento interanuales

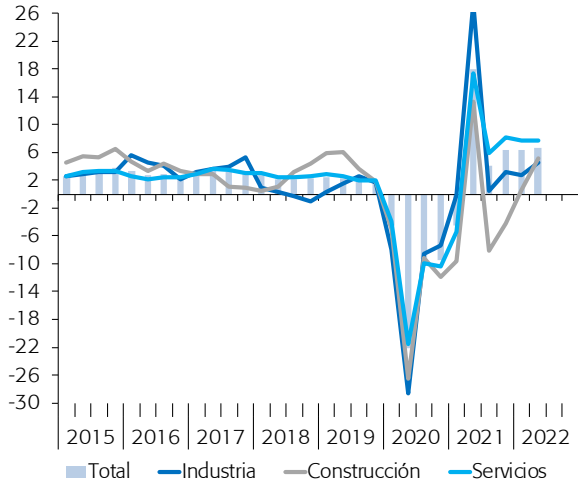


Gráfico 2.2.- VAB, industria
Tasas de crecimiento interanuales

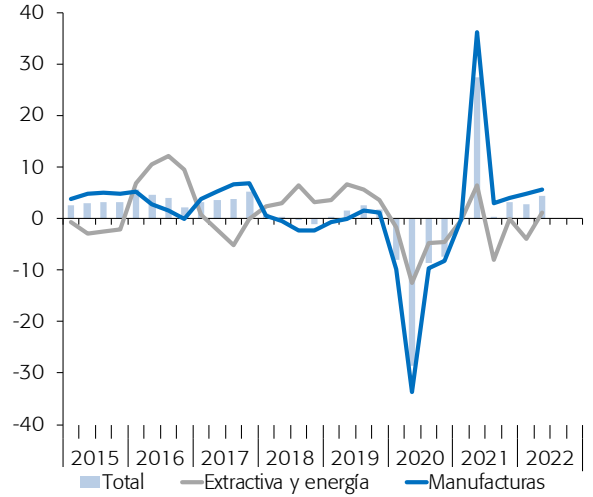


Gráfico 2.3.- VAB, servicios
Tasas de crecimiento interanuales

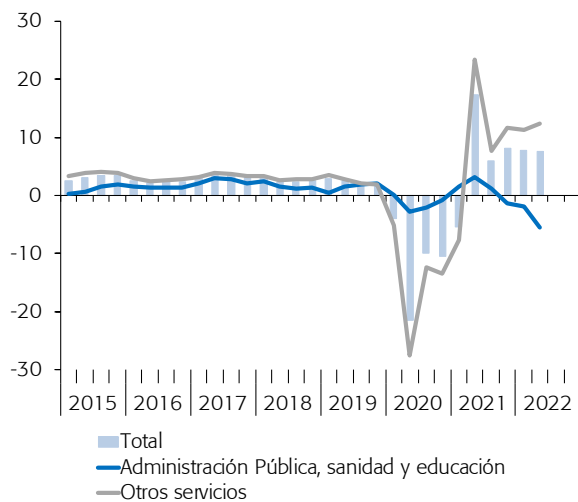
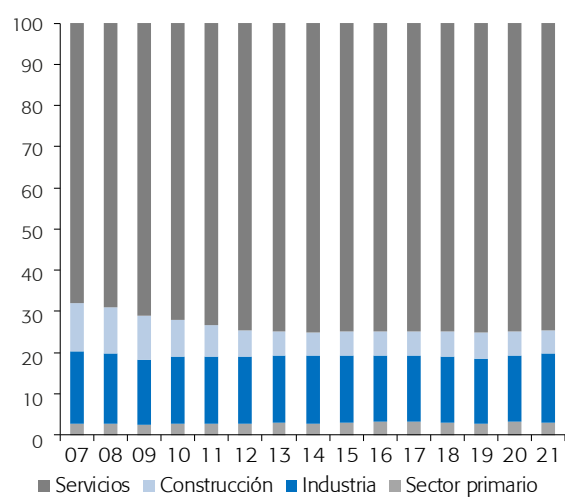


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
Índices, 2015 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
2015	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2016	103,0	102,8	100,2	99,4	99,2	98,8	102,3	103,5	98,9	100,1	101,3	100,5
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	110,7	111,7	99,1	104,4	105,3	100,9	107,4	110,6	97,1	104,3	107,4	103,3
2020	98,1	104,0	94,3	106,9	113,3	107,2	90,8	105,7	85,9	105,3	122,6	109,7
2021	103,6	110,9	93,4	106,2	113,7	105,2	98,9	107,7	91,8	105,7	115,1	99,6
2022	107,9	114,4	94,4	108,8	115,3	101,9	--	--	--	--	--	--
2023	110,1	115,6	95,2	112,6	118,3	100,7	--	--	--	--	--	--
2020 III	100,7	106,0	95,0	107,1	112,8	106,6	97,4	105,6	92,2	107,2	116,2	104,4
IV	100,6	107,3	93,7	106,7	113,8	106,9	98,4	108,0	91,2	105,9	116,2	103,9
2021 I	100,4	108,0	92,9	106,4	114,5	107,1	96,2	105,7	91,0	102,3	112,4	98,5
II	101,7	109,1	93,2	105,4	113,1	105,9	96,9	107,9	89,8	105,2	117,2	102,6
III	104,9	112,7	93,0	106,5	114,5	105,9	100,3	107,4	93,4	109,5	117,2	100,6
IV	107,3	113,8	94,3	106,3	112,7	102,1	102,4	110,0	93,0	105,8	113,8	96,9
2022 I	107,1	113,7	94,2	106,2	112,8	102,2	100,9	108,0	93,4	102,5	109,7	92,2
II	108,6	114,8	94,6	107,3	113,4	102,5	102,2	111,9	91,3	106,2	116,3	95,7
Tasas de crecimiento interanuales												
2015	3,8	3,2	0,7	0,6	-0,1	-0,6	4,6	2,4	2,2	-0,7	-2,9	-2,6
2016	3,0	2,8	0,2	-0,6	-0,8	-1,2	2,3	3,5	-1,1	0,1	1,3	0,5
2017	3,0	2,9	0,1	0,7	0,6	-0,7	5,7	3,0	2,6	1,4	-1,1	-0,4
2018	2,3	2,2	0,1	1,8	1,7	0,5	-1,1	2,0	-3,1	1,1	4,3	2,3
2019	2,0	3,3	-1,3	2,4	3,8	2,3	0,5	1,7	-1,2	1,6	2,8	0,8
2020	-11,3	-6,8	-4,8	2,4	7,6	6,3	-15,4	-4,4	-11,5	1,0	14,1	6,2
2021	5,5	6,6	-1,0	-0,7	0,3	-1,9	8,9	1,9	6,9	0,4	-6,1	-9,2
2022	4,2	3,1	1,1	2,5	1,4	-3,2	--	--	--	--	--	--
2023	2,0	1,1	0,9	3,5	2,6	-1,1	--	--	--	--	--	--
2020 III	-9,2	-5,1	-4,3	2,2	6,7	5,2	-9,7	-4,9	-5,1	2,4	7,8	0,5
IV	-9,5	-4,7	-5,0	1,9	7,3	6,0	-8,3	-2,7	-5,8	1,3	7,5	1,5
2021 I	-4,4	-2,7	-1,7	1,6	3,3	1,5	-0,2	-6,0	6,2	-1,7	-7,5	-14,0
II	17,9	18,9	-0,9	-3,7	-2,8	-4,1	36,1	11,3	22,2	1,0	-17,4	-14,7
III	4,2	6,4	-2,0	-0,5	1,5	-0,6	3,0	1,6	1,3	2,2	0,8	-3,6
IV	6,6	6,0	0,6	-0,3	-0,9	-4,5	4,0	1,9	2,0	-0,1	-2,1	-6,8
2022 I	6,7	5,3	1,3	-0,1	-1,5	-4,6	4,9	2,2	2,6	0,2	-2,4	-6,4
II	6,8	5,2	1,5	1,8	0,3	-3,2	5,5	3,8	1,7	0,9	-0,8	-6,8

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

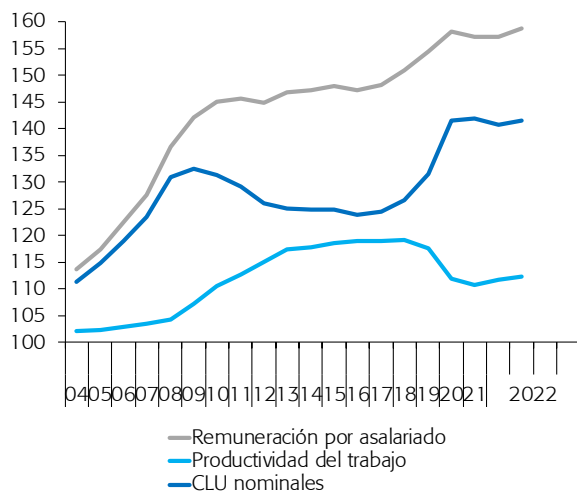
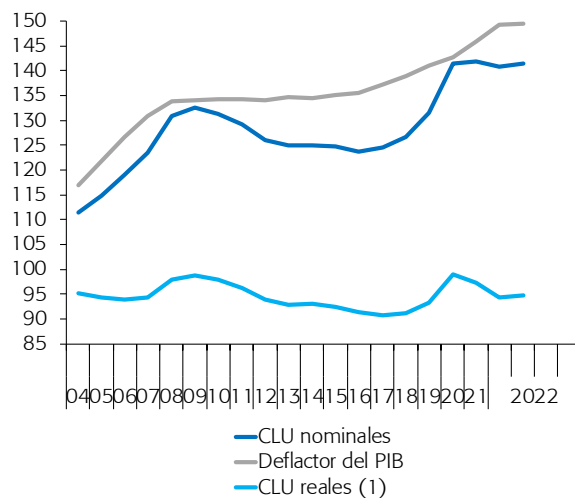


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados por el deflactor industrial.

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

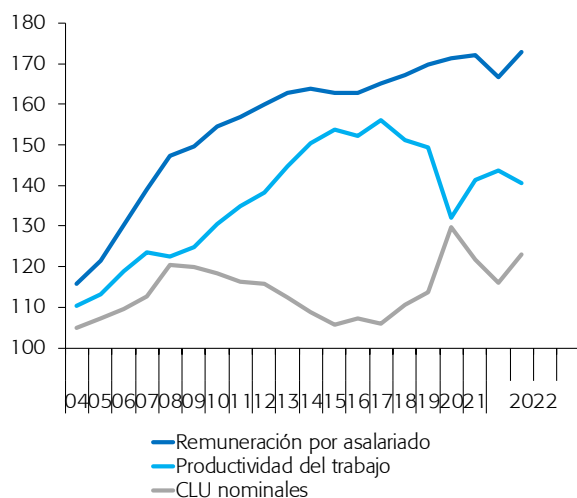
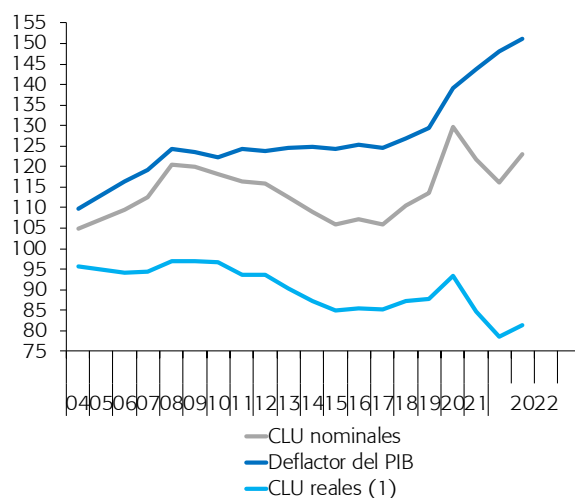


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: renta nacional y su distribución

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
2015	1.078,1	492,9	473,1	1.067,2	840,6	226,5	204,7	45,7	43,9	21,0	19,0	2,0	2,7
2016	1.114,4	503,7	496,4	1.105,4	861,1	244,2	208,9	45,2	44,5	21,9	18,7	3,2	3,4
2017	1.162,5	523,7	519,0	1.152,8	895,1	257,7	225,5	45,0	44,6	22,2	19,4	2,8	3,0
2018	1.203,9	545,7	532,0	1.193,8	924,8	269,0	246,4	45,3	44,2	22,3	20,5	1,9	2,4
2019	1.245,5	579,4	538,5	1.234,8	949,5	285,3	259,4	46,5	43,2	22,9	20,8	2,1	2,4
2020	1.118,0	555,7	460,6	1.106,9	873,6	233,2	228,1	49,7	41,2	20,9	20,4	0,5	1,0
2021	1.206,8	585,0	497,1	1.200,2	937,4	262,8	251,5	48,5	41,2	21,8	20,8	0,9	1,9
2022	1.315,4	608,1	570,2	1.304,4	1.010,6	293,8	283,9	46,2	43,3	22,3	21,6	0,7	2,9
2023	1.391,9	639,0	606,5	1.380,5	1.078,1	302,5	300,2	45,9	43,6	21,7	21,6	0,2	1,9
2020 III	1.144,3	560,3	479,8	1.137,3	889,8	247,5	235,4	49,0	41,9	21,6	20,6	1,1	1,4
IV	1.118,0	555,7	460,4	1.110,7	873,6	237,1	228,1	49,7	41,2	21,2	20,4	0,8	1,2
2021 I	1.109,9	553,1	456,0	1.100,6	870,0	230,6	226,8	49,8	41,1	20,8	20,4	0,3	1,2
II	1.157,6	568,8	473,9	1.149,5	906,7	242,8	237,0	49,1	40,9	21,0	20,5	0,5	1,3
III	1.176,1	577,0	477,9	1.167,6	919,8	247,8	240,9	49,1	40,6	21,1	20,5	0,6	1,6
IV	1.206,8	585,0	496,3	1.200,2	937,4	262,8	251,5	48,5	41,1	21,8	20,8	0,9	1,9
2022 I	1.236,3	593,7	510,5	1.232,2	956,0	276,2	258,7	48,0	41,3	22,3	20,9	1,4	1,6
II	1.267,3	604,6	525,4	--	975,3	--	266,7	47,7	41,5	--	21,0	--	--
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
2015	4,4	4,1	3,8	4,8	3,0	12,0	10,8	-0,1	-0,3	1,4	1,1	0,3	-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	3,5	6,2	1,2	3,4	2,7	6,1	5,3	1,2	-1,0	0,6	0,4	0,2	0,1
2020	-10,2	-4,1	-14,5	-10,4	-8,0	-18,3	-12,1	3,2	-2,0	-2,0	-0,4	-1,6	-1,4
2021	7,9	5,3	7,9	8,4	7,3	12,7	10,3	-1,2	0,0	0,9	0,4	0,5	0,9
2022	9,0	4,0	14,7	8,7	7,8	11,8	12,9	-2,2	2,2	0,6	0,7	-0,2	1,0
2023	5,8	5,1	6,4	5,8	6,7	3,0	5,7	-0,3	0,2	-0,6	0,0	-0,6	-1,0
2020 III	-7,5	-2,0	-10,6	4,6	-5,5	70,1	13,0	2,7	-1,5	9,9	3,7	6,1	-1,2
IV	-10,2	-4,1	-14,5	1,3	-8,0	61,6	9,5	3,2	-2,1	9,4	3,7	5,7	-1,5
2021 I	-10,0	-5,1	-13,3	-10,2	-8,0	-17,6	-11,8	2,6	-1,5	-1,9	-0,4	-1,5	-1,4
II	-1,0	0,6	-4,0	-1,0	0,0	-4,7	-1,8	0,8	-1,3	-0,8	-0,2	-0,7	-0,7
III	2,8	3,0	-0,4	2,7	3,4	0,1	2,3	0,1	-1,3	-0,6	-0,1	-0,5	0,2
IV	7,9	5,3	7,8	8,1	7,3	10,8	10,3	-1,2	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,7
2022 I	11,4	7,3	12,0	12,0	9,9	19,8	14,1	-1,8	0,2	1,6	0,5	1,1	0,4
II	9,5	6,3	10,9	--	7,6	--	12,5	-1,4	0,5	--	0,6	--	--

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

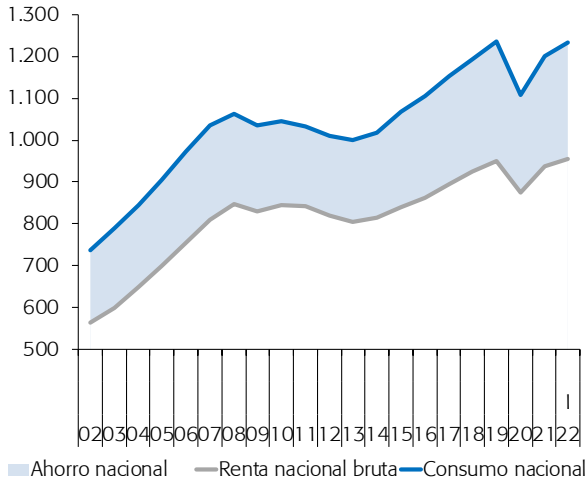


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

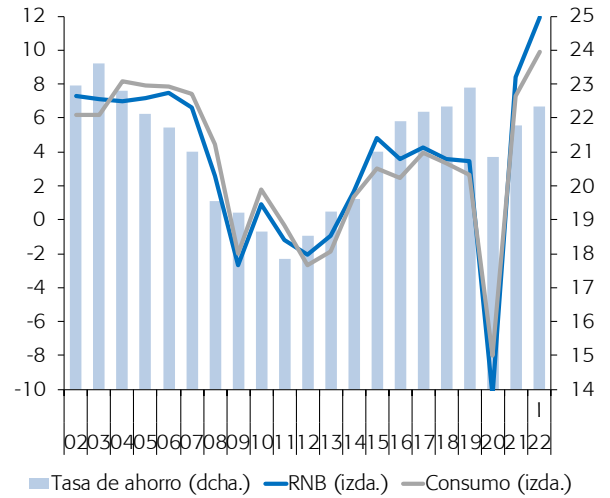


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

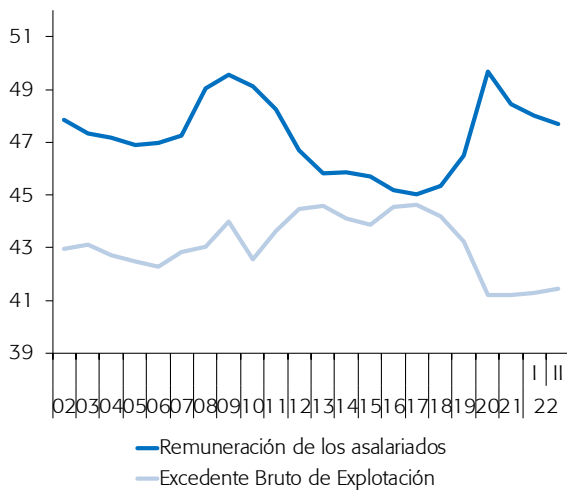
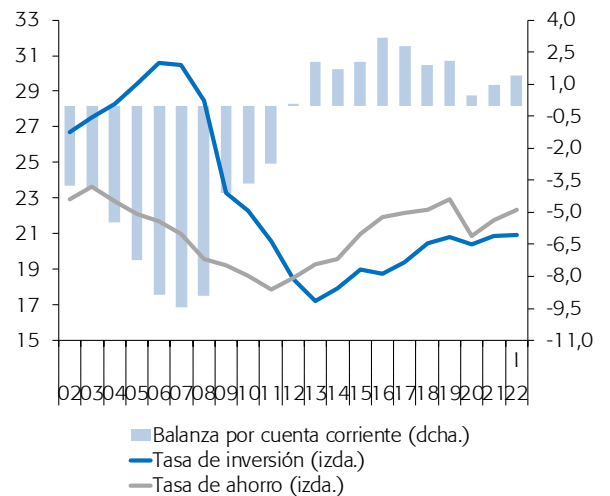


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

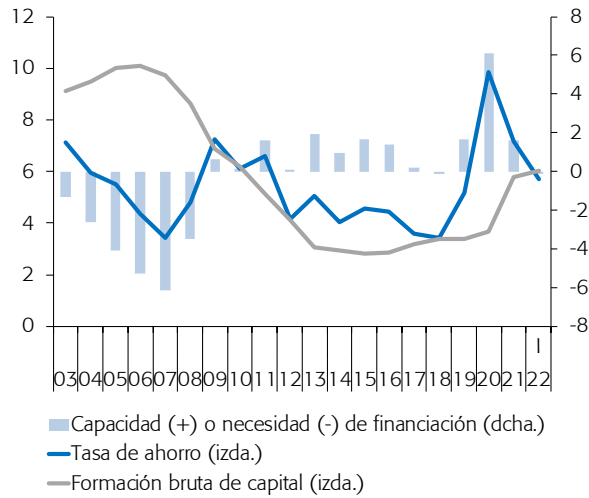
Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje de la RDB	Porcentaje del PIB	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje del PIB				
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	804,2	742,0	59,7	55,6	7,4	4,2	0,2	277,0	207,2	183,7	15,8	14,0	3,0
2023	854,6	798,8	53,4	50,1	6,3	3,6	0,2	296,1	220,2	205,7	15,8	14,7	2,0
2020 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
2022 I	765,3	692,0	70,6	74,4	9,2	6,0	-0,1	260,2	201,9	154,9	16,3	12,5	4,4
	Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior			Tasas de crecimiento interanuales			Diferencia sobre año anterior		
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	-0,1	-1,1	1,1
2022	6,0	10,8	-31,0	-20,0	-4,0	-1,5	-1,4	10,6	7,6	19,8	-0,2	1,2	-0,9
2023	6,3	7,6	-10,5	-10,0	-1,2	-0,6	-0,1	6,9	6,3	12,0	0,0	0,8	-1,0
2020 II	-1,0	-6,3	62,6	-3,3	4,8	0,0	3,3	-10,9	-3,7	-8,7	0,1	-0,7	0,7
III	-2,5	-8,7	71,0	-1,2	5,8	0,2	3,9	-13,8	-7,9	-13,4	-0,1	-1,0	0,8
IV	-4,9	-12,0	71,6	-1,9	6,6	0,3	4,5	-18,2	-11,0	-18,2	-0,2	-1,4	1,4
2021 I	-5,3	-12,5	60,3	8,4	6,7	0,7	4,1	-15,6	-8,0	-17,1	0,3	-1,2	1,9
II	-1,1	-2,0	4,3	31,2	0,7	1,1	-0,7	-2,5	-3,3	-7,8	-0,4	-1,0	1,0
III	-0,2	0,9	-6,9	41,6	-0,9	1,4	-2,1	1,2	1,2	-6,1	-0,2	-1,2	1,4
IV	2,2	6,6	-21,8	68,7	-3,5	2,1	-4,5	11,5	6,6	-0,9	-0,1	-1,1	1,1
2022 I	3,3	12,3	-41,6	61,2	-7,1	1,9	-6,8	16,9	13,3	1,6	0,3	-1,2	1,5

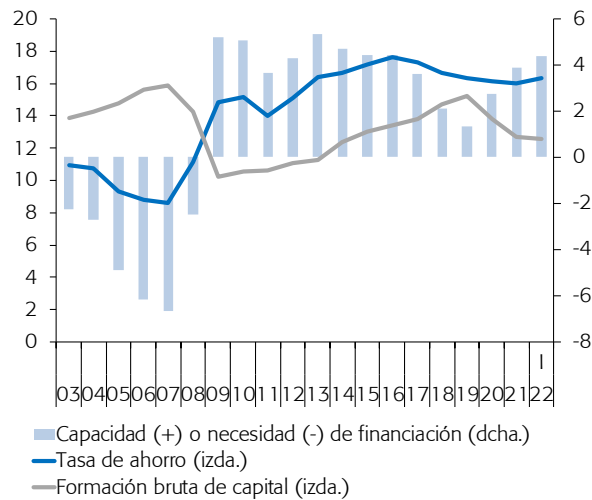
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas

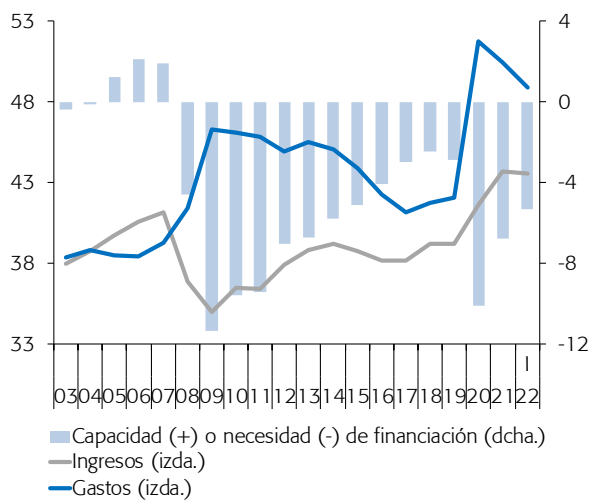
Previsiones en azul

	Ingresos no financieros					Gastos no financieros							Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	Impuestos a la producción y a las importaciones	Impuestos sobre la renta y la riqueza	Contribuciones sociales	Capital y otros ingresos	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales y transferencias en especie	Formación bruta de capital y otros gastos de capital	Otros gastos	Total		
	1	2	3	4	5=1+2+3+4	6	7	8	9	10	11	12=6+7+8+9+10+11		
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
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	157,8	148,3	177,9	78,4	562,4	150,3	75,2	27,2	272,2	60,2	38,8	623,9	-61,5	-61,5
2023	166,9	156,4	187,0	75,9	586,2	153,3	79,1	31,3	292,9	57,0	34,3	648,1	-61,8	-61,8
2020 II	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
III	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
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
III	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
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
2022 I	152,7	147,3	174,1	65,3	539,4	148,6	72,7	26,4	263,5	53,7	41,4	606,2	-66,9	-65,7
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
2015	11,7	9,9	12,2	4,9	38,7	11,1	5,5	3,0	18,4	3,4	2,6	44,0	-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	2,5	42,5	-4,3	-4,1
2017	11,6	10,1	12,3	4,3	38,2	10,6	5,2	2,5	17,8	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	39,2	10,8	5,2	2,3	18,4	3,0	2,5	42,3	-3,1	-2,9
2020	11,3	11,2	14,5	4,6	41,6	12,6	5,9	2,3	23,5	4,0	3,7	51,9	-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	50,5	-6,9	-6,8
2022	12,0	11,3	13,5	6,0	42,8	11,4	5,7	2,1	20,7	4,6	2,9	47,4	-4,7	-4,7
2023	12,0	11,2	13,4	5,5	42,1	11,0	5,7	2,2	21,0	4,1	2,5	46,6	-4,5	-4,5
2020 II	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
III	11,2	11,1	14,1	4,6	41,0	12,1	5,7	2,3	22,4	3,6	3,4	49,4	-8,4	-8,2
IV	11,3	11,2	14,5	4,6	41,6	12,6	5,9	2,3	23,5	4,0	3,7	51,9	-10,3	-10,1
2021 I	11,4	11,4	14,8	4,6	42,2	12,9	6,1	2,3	24,1	4,2	3,9	53,5	-11,3	-11,1
II	11,8	11,4	14,4	4,7	42,2	12,5	6,0	2,2	22,5	4,1	3,4	50,7	-8,5	-8,3
III	12,1	11,4	14,4	5,0	42,9	12,5	6,0	2,2	22,3	4,4	3,4	50,7	-7,8	-7,7
IV	12,1	11,9	14,3	5,4	43,7	12,2	5,9	2,2	21,9	4,9	3,5	50,5	-6,9	-6,8
2022 I	12,3	11,9	14,1	5,3	43,5	12,0	5,9	2,1	21,3	4,3	3,3	48,9	-5,4	-5,3

Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

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

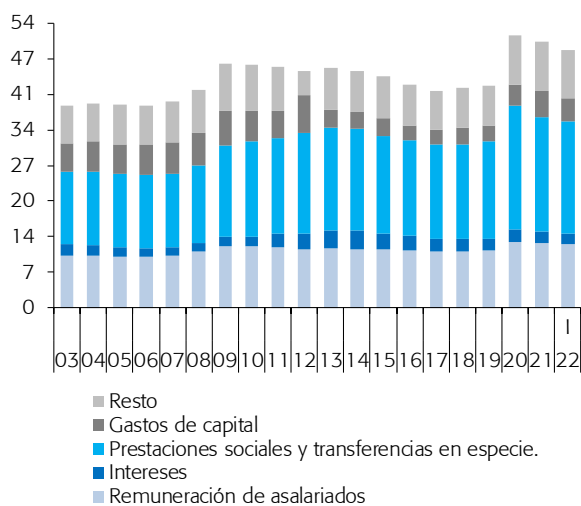
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

Gráfico 6.2.- Sector público: principales gastos

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 7

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

Previsiones en azul

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda					
	Admón. central	CC. AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA. PP.	Admón. central	CC. AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA. PP. consolidado	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo					
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	--	--	--	--	-61,5	--	--	--	--	1.497,2	
2023	--	--	--	--	-61,8	--	--	--	--	1.560,1	
2020	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
2022	I	-60,7	3,3	3,1	-11,4	-65,7	1.306,7	309,7	22,4	99,2	1.453,9
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB					
2015	-2,6	-1,7	0,4	-1,2	-5,1	91,2	24,4	3,3	1,6	103,3	
2016	-2,3	-0,9	0,6	-1,6	-4,1	90,5	24,9	2,9	1,5	102,7	
2017	-1,8	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	90,3	24,8	2,5	2,4	101,8	
2018	-1,3	-0,3	0,5	-1,4	-2,5	89,9	24,4	2,1	3,4	100,4	
2019	-1,3	-0,6	0,3	-1,3	-2,9	88,0	23,7	1,9	4,4	98,2	
2020	-7,5	-0,2	0,3	-2,6	-10,1	107,9	27,2	2,0	7,6	120,4	
2021	-6,0	0,0	0,3	-1,0	-6,8	106,1	25,9	1,8	8,1	118,3	
2022	--	--	--	--	-4,7	--	--	--	--	113,8	
2023	--	--	--	--	-4,5	--	--	--	--	112,1	
2020	II	-4,7	-0,6	0,2	-1,9	-6,9	102,1	26,2	2,1	5,9	113,4
	III	-5,7	-0,2	0,3	-2,7	-8,2	105,9	26,4	2,1	6,5	117,3
	IV	-7,5	-0,2	0,3	-2,6	-10,1	107,9	27,2	2,0	7,6	120,4
2021	I	-8,5	-0,3	0,3	-2,6	-11,1	112,4	27,7	2,0	7,7	125,5
	II	-6,4	-0,2	0,3	-2,0	-8,3	110,0	27,0	2,0	7,9	123,1
	III	-7,2	0,4	0,3	-1,3	-7,7	108,9	26,6	1,9	7,8	121,8
	IV	-6,0	0,0	0,3	-1,0	-6,8	106,1	25,9	1,8	8,1	118,3
2022	I	-4,9	0,3	0,3	-0,9	-5,3	105,7	25,1	1,8	8,0	117,6

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

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

Gráfico 7.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

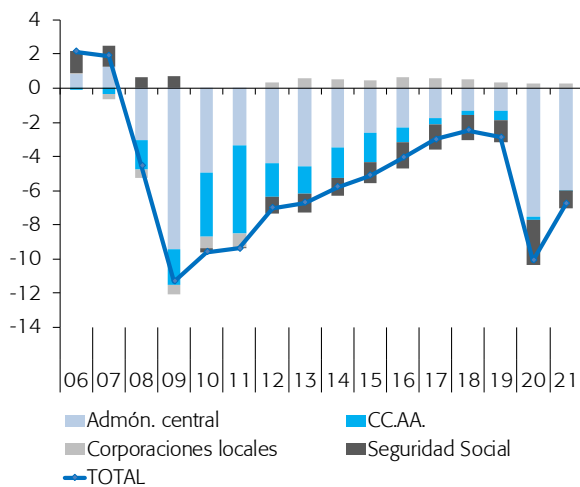
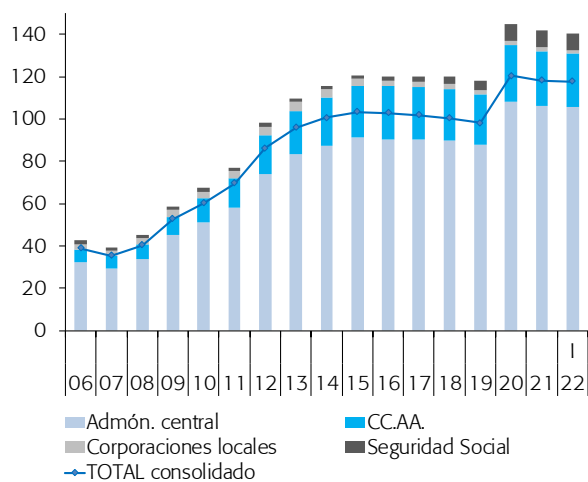


Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

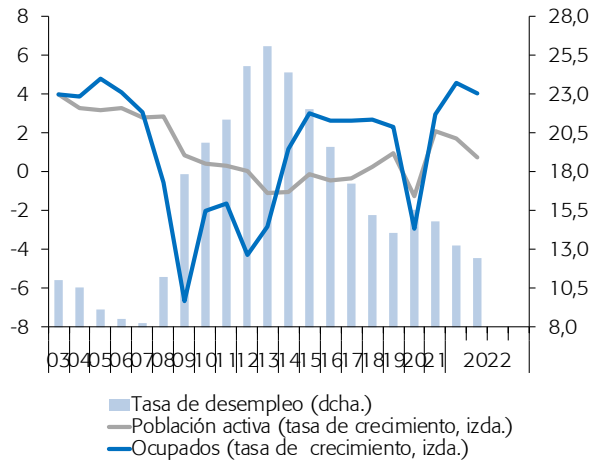
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones								Porcentaje						
2015	38,5	22,9	--	17,9	--	5,1	--	59,5	46,4	22,0	48,3	20,9	30,5	
2016	38,5	22,8	--	18,3	--	4,5	--	59,2	47,6	19,6	44,4	18,7	26,6	
2017	38,7	22,7	--	18,8	--	3,9	--	58,8	48,7	17,2	38,6	16,3	23,8	
2018	38,9	22,8	--	19,3	--	3,5	--	58,6	49,7	15,2	34,4	14,3	21,9	
2019	39,3	23,0	--	19,8	--	3,2	--	58,6	50,4	14,1	32,6	13,2	20,1	
2020	39,6	22,7	--	19,2	--	3,5	--	57,4	48,5	15,5	38,3	14,1	24,6	
2021	39,7	23,2	--	19,8	--	3,4	--	58,5	49,9	14,8	34,9	13,5	23,1	
2022	39,8	23,5	--	20,5	--	3,0	--	58,9	51,5	12,7	--	--	--	
2023	40,0	23,6	--	20,8	--	2,8	--	59,0	52,0	11,8	--	--	--	
2020	III	39,6	22,9	22,8	19,2	19,0	3,7	3,7	57,5	48,1	16,4	41,3	14,8	25,7
	IV	39,6	23,1	23,0	19,3	19,3	3,7	3,8	58,1	48,6	16,3	41,1	14,5	26,6
2021	I	39,6	22,9	23,0	19,2	19,4	3,7	3,6	58,1	49,0	15,6	38,3	14,4	26,2
	II	39,6	23,2	23,2	19,7	19,6	3,5	3,5	58,5	49,6	15,3	37,4	13,9	23,8
	III	39,6	23,4	23,3	20,0	19,9	3,4	3,4	58,8	50,2	14,7	31,8	13,5	21,7
	IV	39,7	23,3	23,3	20,2	20,1	3,1	3,2	58,6	50,7	13,6	31,8	12,2	20,9
2022	I	39,8	23,3	23,4	20,1	20,3	3,2	3,1	58,9	51,1	13,3	29,0	12,5	21,3
	II	39,8	23,4	23,4	20,5	20,4	2,9	2,9	58,6	51,3	12,5	27,7	11,5	18,9
Tasas de crecimiento (d)								Diferencia sobre 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	-0,4	--	2,7	--	-11,4	--	-0,3	1,2	-2,4	-3,9	-2,2	-3,8	
2017	0,3	-0,4	--	2,6	--	-12,6	--	-0,4	1,1	-2,4	-5,9	-2,4	-2,8	
2018	0,6	0,3	--	2,7	--	-11,2	--	-0,2	1,0	-2,0	-4,2	-2,0	-1,9	
2019	1,0	1,0	--	2,3	--	-6,7	--	0,0	0,7	-1,2	-1,8	-1,1	-1,8	
2020	0,8	-1,3	--	-2,9	--	8,8	--	-1,2	-1,9	1,4	5,7	0,9	4,5	
2021	0,2	2,1	--	3,0	--	-2,8	--	1,1	1,3	-0,7	-3,4	-0,6	-1,5	
2022	0,5	1,2	--	3,7	--	-13,2	--	0,4	1,6	-2,1	--	--	--	
2023	0,5	0,5	--	1,5	--	-6,2	--	0,0	0,5	-0,8	--	--	--	
2020	III	0,7	-0,8	-0,9	-3,5	-3,5	15,8	15,0	-0,9	-2,1	2,3	8,7	1,7	6,3
	IV	0,5	-0,4	-0,4	-3,1	-3,2	16,5	16,7	-0,5	-1,9	2,4	9,8	1,6	6,6
2021	I	0,3	-0,6	-0,6	-2,4	-2,4	10,3	10,6	-0,5	-1,3	1,6	6,5	1,1	5,0
	II	0,2	5,6	5,7	5,7	5,8	5,2	5,0	3,0	2,6	-0,1	-1,3	0,1	-1,2
	III	0,1	2,4	2,3	4,5	4,5	-8,2	-8,4	1,3	2,1	-1,7	-9,5	-1,3	-3,9
	IV	0,2	1,0	1,0	4,3	4,3	-16,6	-15,8	0,5	2,0	-2,7	-9,3	-2,3	-5,7
2022	I	0,3	1,7	1,7	4,6	4,5	-13,1	-13,5	0,8	2,1	-2,3	-9,3	-2,0	-4,9
	II	0,5	0,7	0,7	4,0	4,0	-17,6	-17,7	0,1	1,7	-2,8	-9,8	-2,5	-4,8

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

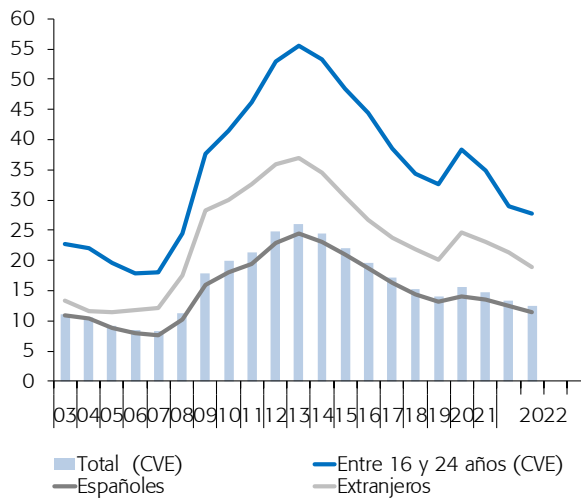
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

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

**Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo**

Porcentaje



Cuadro 9

Índice de precios al consumo

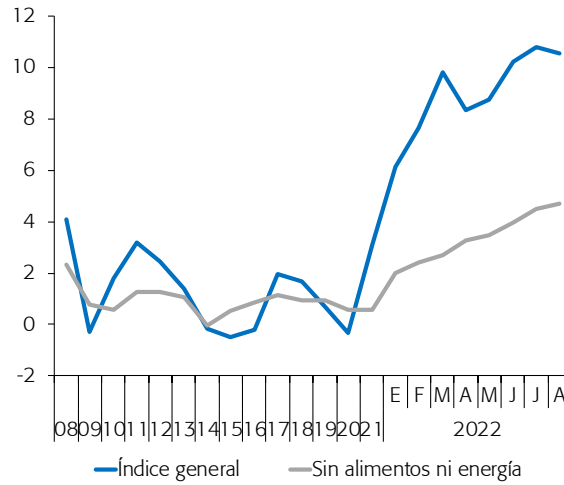
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% of total in 2021	100,00	62,28	79,09	23,28	39,01	16,81	8,92	11,98	25,73	
Índices, 2021 = 100										
2016	93,2	96,0	95,8	98,7	94,4	95,3	87,4	80,6	92,6	
2017	95,0	97,0	96,8	98,9	95,9	96,0	89,6	87,1	93,8	
2018	96,6	97,9	97,7	98,9	97,3	96,9	92,4	92,4	95,5	
2019	97,3	98,9	98,5	99,2	98,7	97,5	94,2	91,3	96,3	
2020	97,0	99,4	99,2	99,4	99,4	98,7	97,7	82,5	98,4	
2021	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2022	109,1	103,8	105,1	104,6	103,3	110,0	110,9	134,4	110,4	
2023	114,1	107,8	109,5	108,1	107,5	116,1	119,6	141,5	117,3	
Tasas de crecimiento interanual										
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,3	
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8	
2019	0,7	1,0	0,9	0,3	1,4	0,5	1,9	-1,2	0,9	
2020	-0,3	0,6	0,7	0,2	0,8	1,3	3,7	-9,6	2,1	
2021	3,1	0,6	0,8	0,6	0,6	1,3	2,4	21,2	1,7	
2022	9,1	3,8	5,1	4,6	3,3	10,0	10,9	34,4	10,4	
2023	4,6	3,8	4,2	3,3	4,1	5,5	7,9	5,2	6,3	
2022	Ene	6,1	2,0	2,4	2,4	1,7	4,0	5,2	33,0	4,4
	Feb	7,6	2,4	3,0	3,0	2,0	5,3	5,0	44,3	5,2
	Mar	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	8,7	3,5	4,9	3,6	3,4	10,0	10,1	34,2	10,1
	Jun	10,2	4,0	5,5	4,2	3,8	11,0	13,6	40,8	11,9
	Jul	10,8	4,5	6,1	5,3	3,9	11,9	13,4	41,4	12,4
	Ago	10,5	4,7	6,4	5,6	4,1	12,5	12,9	37,4	13,2
	Sep	9,8	4,6	6,3	5,8	3,8	12,7	14,1	30,1	13,2
	Oct	9,1	4,6	6,3	6,1	3,7	12,7	14,8	23,2	13,5
	Nov	9,3	4,7	6,4	6,4	3,7	12,8	13,1	25,4	12,9
	Dic	8,3	5,0	6,5	6,6	3,9	12,3	11,0	18,3	11,8
2023	Ene	7,9	4,5	6,0	5,3	3,9	11,6	11,4	17,6	11,6
	Feb	7,3	4,4	5,7	4,9	4,1	10,3	11,9	14,3	10,8
	Mar	4,6	4,4	5,5	4,7	4,2	9,5	9,7	-3,3	9,5
	Abr	5,8	4,1	4,7	4,6	3,7	6,9	6,1	12,3	6,6
	May	5,3	4,0	4,3	4,3	3,7	5,7	6,3	10,3	5,9
	Jun	3,6	3,7	4,0	3,8	3,6	4,8	3,8	1,5	4,5
	Jul	3,4	3,6	3,7	2,8	4,0	4,0	3,6	1,7	3,9
	Ago	3,9	3,7	3,6	2,6	4,3	3,5	9,0	2,1	4,9
	Sep	3,9	3,5	3,5	2,2	4,3	3,2	8,7	3,0	5,1
	Oct	3,7	3,4	3,3	1,9	4,3	3,0	8,5	2,7	4,9
	Nov	3,5	3,2	3,1	1,5	4,3	2,7	8,3	2,5	4,7
	Dic	3,4	3,1	3,0	1,2	4,3	2,4	8,1	2,4	4,4

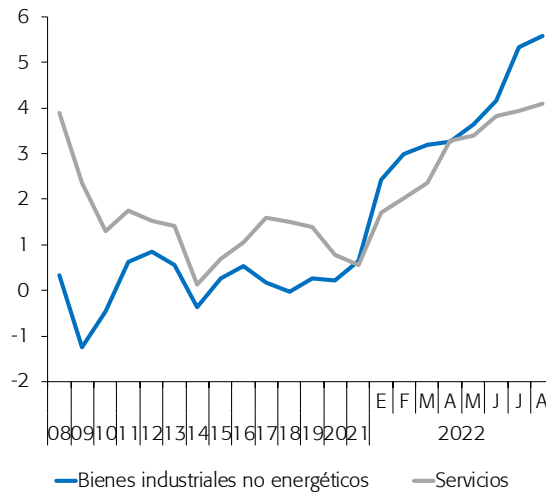
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2015=100	2015=100		2007=100			2000=100				
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	104,4	103,6	103,2	83,3	79,8	57,7	148,7	146,4	155,7	162,7	--
2020	105,7	99,2	103,1	85,0	78,9	52,3	145,4	142,6	154,1	173,4	--
2021	108,1	116,4	110,4	88,2	80,6	54,3	153,9	151,5	161,5	172,3	--
2022 (b)	110,5	154,0	123,6	93,6	84,5	58,4	158,2	155,8	165,8	169,2	--
2020 IV	106,5	99,9	103,6	85,0	78,9	51,0	155,5	154,4	159,1	180,6	--
2021 I	106,9	104,0	106,2	85,4	79,0	49,0	147,3	142,9	160,7	163,4	--
II	106,8	110,3	109,5	87,5	80,2	58,3	156,4	154,6	161,8	170,8	--
III	108,1	118,2	111,4	89,3	80,8	52,4	149,7	146,2	160,3	175,2	--
IV	110,5	132,9	114,4	90,4	82,4	57,5	162,5	162,2	163,3	179,6	--
2022 I	110,4	147,1	119,6	92,7	84,3	58,3	154,2	150,3	166,2	165,5	--
II	110,6	158,6	126,4	94,5	84,6	58,4	162,3	161,3	165,3	172,8	--
III (b)	--	161,0	127,3	--	--	--	--	--	--	--	--
2022 May	--	158,1	126,6	--	--	--	--	--	--	--	--
Jun	--	161,0	127,1	--	--	--	--	--	--	--	--
Jul	--	161,0	127,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
2014	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,1	0,5
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,1	1,0
2017	1,3	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,0	1,4
2018	1,2	3,0	1,1	6,7	3,4	-1,6	1,0	1,0	1,0	1,5	1,8
2019	1,4	-0,4	0,1	5,1	3,2	0,7	2,2	1,9	3,4	2,6	2,3
2020	1,2	-4,3	0,0	2,1	-1,1	-9,4	-2,2	-2,6	-1,0	6,6	1,9
2021	2,3	17,3	7,0	3,7	2,1	3,7	5,9	6,3	4,8	-0,6	1,5
2022 (d)	3,4	42,3	14,2	8,3	6,1	8,8	4,2	4,7	2,8	1,2	2,6
2020 IV	1,2	-2,8	0,5	1,5	-1,8	-9,7	-0,1	-0,7	1,6	5,5	1,9
2021 I	1,8	2,6	2,6	0,9	-0,9	-16,9	1,4	1,0	2,6	3,1	1,6
II	1,4	14,5	6,7	3,3	2,4	16,3	13,2	14,4	9,9	-5,3	1,6
III	2,2	19,1	8,4	4,2	2,6	6,2	4,9	5,0	4,4	0,6	1,5
IV	3,8	33,1	10,4	6,4	4,4	12,7	4,5	5,1	2,7	-0,5	1,5
2022 I	3,3	41,5	12,7	8,5	6,7	19,1	4,7	5,2	3,4	1,3	2,4
II	3,6	43,8	15,4	8,0	5,5	0,2	3,8	4,3	2,2	1,2	2,5
III (e)	--	40,4	14,8	--	--	--	--	--	--	--	2,6
2022 Jun	--	43,1	15,3	--	--	--	--	--	--	--	2,5
Jul	--	40,4	14,8	--	--	--	--	--	--	--	2,6
Ago	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2,6

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

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

Gráfico 10.1.- Precios de la vivienda y del suelo urbano

Índice (2007=100)

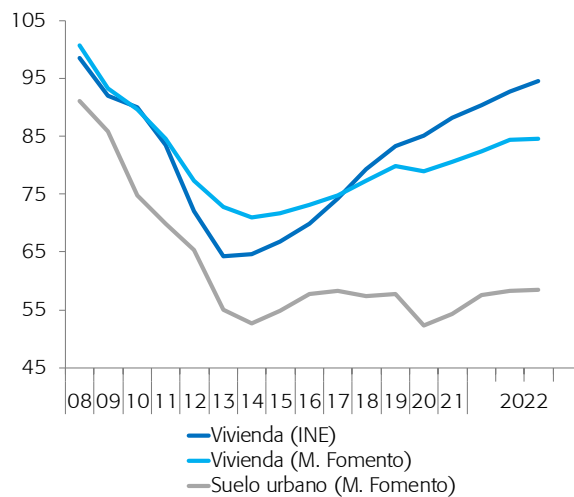
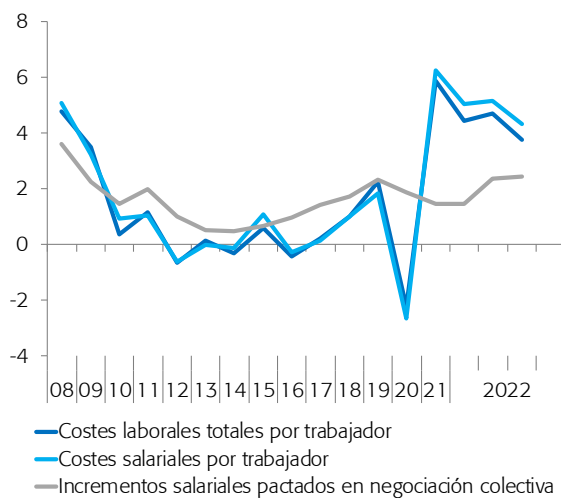


Gráfico 10.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

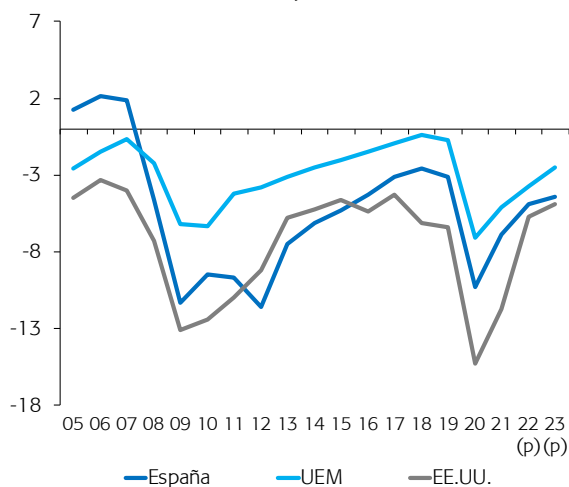
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.			Deuda pública bruta consolidada			Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
Miles de millones de moneda nacional									
2008	-50,7	-208,0	-1.084,5	440,6	6.705,0	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
Porcentaje 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.

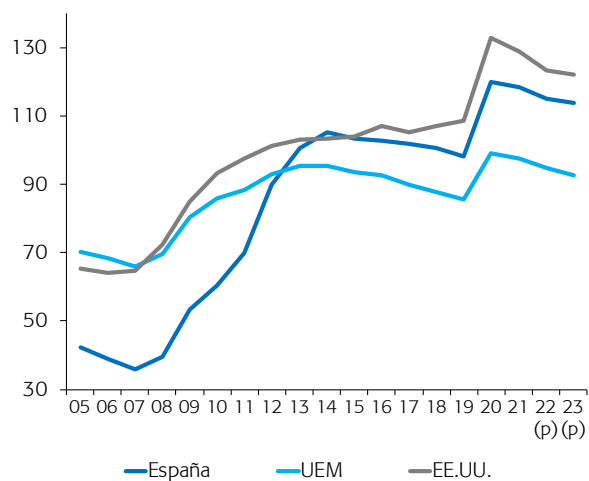
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población

	Población								Altas exteriores	Bajas exteriores de nacidos en España
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)		
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	701.997	33.053
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	441.051	39.211
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	344.992	51.666
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	368.170	66.803
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	417.655	74.873
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,3	85,8	52,9	28,4	13,2	492.600	71.508
2017	46.572.132	42,9	18,8	80,4	85,7	53,2	28,8	13,3	592.604	63.754
2018	46.722.980	43,1	19,1	80,5	85,9	53,6	29,3	13,7	715.255	56.745
2019	47.026.208	43,3	19,3	80,9	86,2	53,7	29,6	14,4	827.052	61.338
2020	47.450.795	43,6	19,4	79,6	85,1	53,5	29,8	15,2	523.618	41.708
2021	47.385.107	43,8	19,6	80,2	85,8	53,4	30,1	15,5	621.216	56.098
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*	19.060	2,49		

Fuentes:

EPA

EPA

EPF

EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Matrimonios del mismo sexo (%)
2008	8,5	8,4	2,39	32,4	30,2	1,6
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,9
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,0
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,1
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,3
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,5
2017	7,4	7,0	2,11	35,3	33,2	2,7
2018	7,1	6,6	2,04	35,6	33,4	2,9
2019	7,1	6,7	1,95	36,0	33,9	3,1
2020	3,8	4,1	1,63	37,1	34,9	3,5
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

	Fecundidad					
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad (españolas)	Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras)	Nacimientos de madre no casada (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
2008	29,3	1,36	1,83	33,2	11,8	55,6
2010	29,8	1,30	1,68	35,5	11,5	58,3
2012	30,3	1,27	1,56	39,0	12,0	61,5
2014	30,6	1,27	1,62	42,5	10,5	63,3
2015	30,7	1,28	1,66	44,4	10,4	65,3
2016	30,8	1,27	1,72	45,8	10,4	65,8
2017	30,9	1,25	1,71	46,8	10,5	66,1
2018	31,0	1,20	1,65	47,3	11,1	65,3
2019	31,1	1,17	1,59	48,4	11,5	64,1
2020	31,2	1,13	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-junio.

Cuadro 3

Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2014	24,4	6,1	27,2	42,3
2015	23,3	6,6	27,5	40,9
2016	22,4	6,6	28,1	40,7
2017	21,4	6,6	28,5	41,2
2018	20,5	6,4	29,2	42,4
2019	19,3	6,3	30,3	44,7
2020	17,7	6,1	31,3	44,8
2021	16,4	5,8	32,3	46,7
2022■	16,1	5,9	32,4	49,0

Fuentes EPA EPA EPA EPA

	Estudiantes matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1er y 2º ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de €)	Gasto público (% PIB)
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	1.622.098	687.084	772.417	1.336.009	247.251	55.266•	4,93•
2021•	1.622.919	691.437	776.664	1.338.304	258.991		

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-junio.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019	807.614	6.038.326	1.138	957.500	975	2.361.620	712
2020	1.828.489	6.094.447	1.162	952.704	985	2.352.680	725
2021	922.856	6.165.349	1.190	949.765	994	2.353.987	740
2022	751.459■	6.240.196♦	1.252♦	951.903♦	1.035♦	2.350.951♦	777♦

Fuentes: INEM INSS INSS INSS INSS INSS INSS

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	
2008	646.186	265.314	199.410	63.626
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643
2016	997.192	254.741	199.762	21.350
2017	902.193	256.187	199.120	19.019
2018	853.437	256.842	196.375	16.472
2019	912.384	259.570	193.122	14.997
2020	1.017.429	261.325	188.670	13.373
2021	969.412	262.177	184.378	11.892
2022■	890.397	264.936	181.303	10.855

Fuentes: INEM IMSERSO IMSERSO IMSERSO

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

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

■ Los datos se refieren al período enero-julio.

♦ Los datos se refieren al período enero-agosto.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

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

Fuentes: Eurostat Eurostat INCLASNS INCLASNS INCLASNS INCLASNS

Cuadro 5 (continuación)

Protección social: sanidad

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

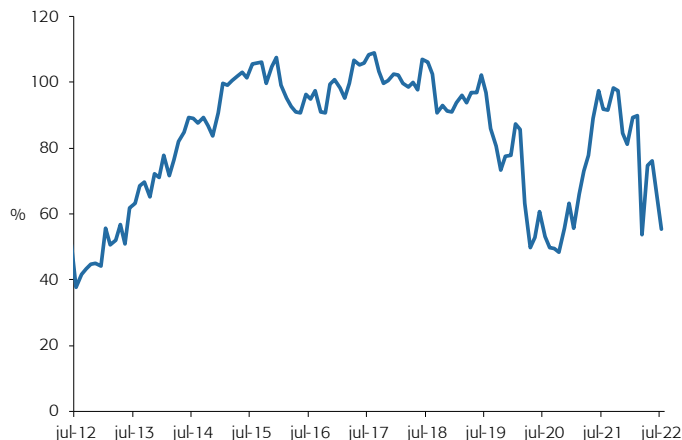
• Datos provisionales.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (julio 2012-julio 2022)

Tras el repunte en primavera, el ICC ha caído abruptamente en el verano (junio y julio) hasta situarse en el nivel de marzo de 2022, cuando comenzó la guerra en Ucrania



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. Las familias cambian, la satisfacción familiar permanece

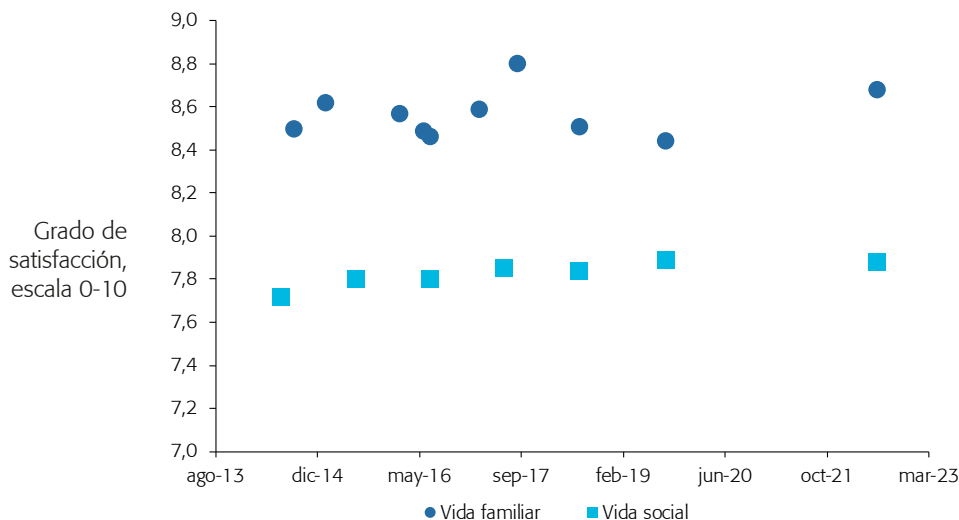
El descenso de los matrimonios y de la natalidad ha provocado que determinadas posiciones familiares se ocupen hoy en menor medida que antes. Hay menos esposas y esposos, pero también menos hijas e hijos, menos hermanas y hermanos, etc. Desde esta perspectiva, podría hablarse de un debilitamiento de la institución familiar. Sin embargo, la sociedad española continúa valorando muy positivamente la vida familiar. Así se desprende de las encuestas del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) que preguntan por la satisfacción con diferentes aspectos de la vida, entre ellos, la familia y las relaciones en su seno (gráfico 2).

La valoración de la vida familiar muestra una considerable estabilidad en el tiempo y supera claramente las valoraciones de otras dimensiones de la vida por las que preguntan las encuestas del CIS. En julio de 2022, la vida familiar recibió una puntuación de 8,68 en una escala de 0 a 10, situándose por encima de la salud (7,93), la vida social (7,88) y el nivel de vida (7,37).

En todos los grupos de edad, la vida familiar aparece como el aspecto de la vida mejor valorado, alcanzando un máximo entre los 25 y 44 años (gráfico 3). Ese es curiosamente el tramo de edad en el que se suelen hacer efectivas las decisiones de traer hijos al mundo. Los más jóvenes (18-24 años) también manifiestan una alta valoración de la familia, pero, en su caso, coexiste con un aprecio elevado de la vida social. El sexo de los entrevistados también marca diferencias de interés: las mujeres valoran en mayor medida la vida familiar que los hombres, mientras que ellos valoran en mayor medida la vida social que las mujeres (gráfico 4). Ellas y ellos, no obstante, valoran la familia por encima de cualquier otro aspecto de sus vidas.

Gráfico 2

Satisfacción con la vida familiar y con la vida social (2014-2022)

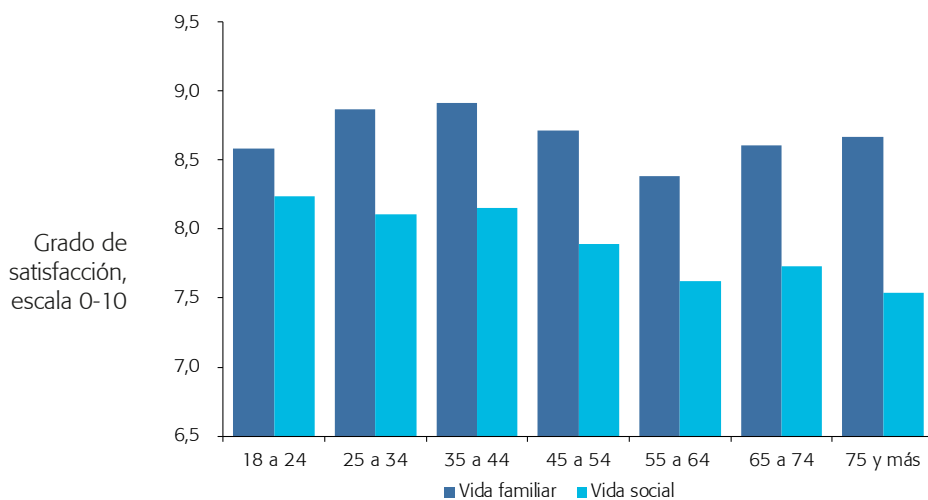


Preguntas: "¿En qué medida se siente Ud. satisfecho/a con cada uno de los siguientes aspectos de su vida? Utilice para valorarlos una escala que va de 0 a 10, en la que 0 significa 'completamente insatisfecho/a' y 10 'completamente satisfecho/a'".

Fuente: CIS (www.cis.es), estudios 3038, 3052, 3128, 3137, 3146, 3170, 3187, 3221, 3259 y 3374.

Gráfico 3

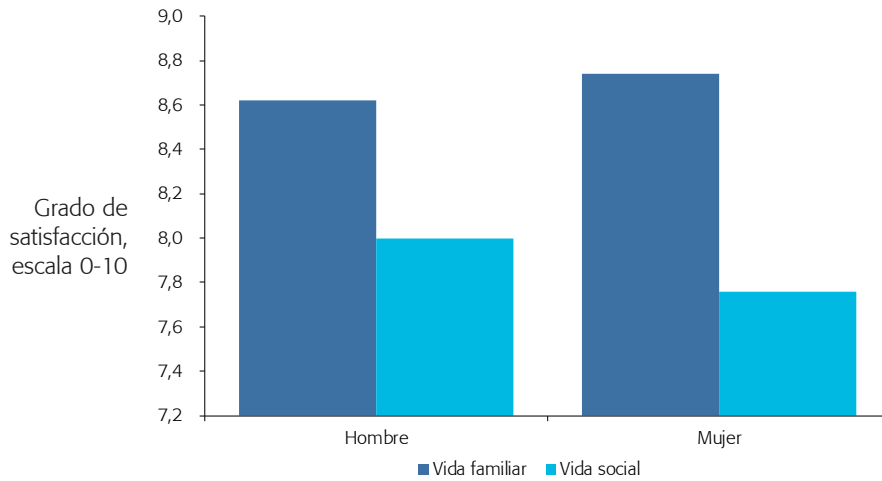
Satisfacción con la vida familiar y con la vida social, por edad (julio 2022)



Preguntas: "¿En qué medida se siente Ud. satisfecho/a con cada uno de los siguientes aspectos de su vida? Utilice para valorarlos una escala que va de 0 a 10, en la que 0 significa 'completamente insatisfecho/a' y 10 'completamente satisfecho/a'".

Fuente: CIS (www.cis.es), estudio 3374.

Gráfico 4

Satisfacción con la vida familiar y con la vida social, por sexo (julio 2022)

Preguntas: "¿En qué medida se siente Ud. satisfecho/a con cada uno de los siguientes aspectos de su vida? Utilice para valorarlos una escala que va de 0 a 10, en la que 0 significa 'completamente insatisfecho/a' y 10 'completamente satisfecho/a'".

Fuente: CIS (www.cis.es), estudio 3374.

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de septiembre de 2022

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	0,9	Junio 2022
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	1,0	Junio 2022
Dudosos (% var. mensual medio)	-6,6	Junio 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	2.124.718	Agosto 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	289.689	Agosto 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	16	Agosto 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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 agosto	2022 15 septiembre	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,1	12,3	6,9	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,4	-0,545	-0,572	0,654	1,013	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,8	-0,499	-0,501	1,778	2,156	Datos a día de publicación
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	3,4	0,03	0,5	2,6	2,8	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	3,8	1,3	-	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": los bancos centrales siguen manteniendo una estrecha vigilancia sobre la inflación, 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 con elevaciones considerables de los tipos de interés. En este entorno, el euríbor a 3 meses ha subido desde el 0,654 % de agosto al 1,013 % de mitad de septiembre, mientras que el euríbor a 12 meses se ha incrementado del 1,778 % al 2,156 % en el mismo período. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha aumentado del 2,6 % de agosto al 2,8 % a 15 de septiembre.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 junio	2022 julio	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	36,1	28,8	27,9	27,39	27,77	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	23,3	18,5	14,1	12,61	10,56	(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	0,01	0,01	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	0,6	0,63	0,52	0,50	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	-0,35	-0,19	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	-7,3	0,6	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	2,1	10,7	0,5	1,8	-19,7	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	807,7	803,6 (a)	Con base 1985=100
15. Ibx-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.656,7	7.347,3	8.771,5	8.098,7	8.085,5 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 junio	2022 julio	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,4	15,1	21,1	12,7	28,1 (a)	Ratio "cotización/rentabilidad 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	0,6	-7,8	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	13,8	35,4	21,1	-43,7	-66,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros": en la primera mitad de septiembre, los índices bursátiles se han seguido viendo afectados negativamente por la persistencia de la inflación y la creciente incertidumbre económica. La volatilidad sigue siendo la pauta en los mercados. El IBEX-35 se sitúa en los 8.085,5 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 803,6 puntos. Por su parte, en el mes de julio (último dato disponible) se produjo un ligero aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 27,77 %). Por otro lado, también se produjo una reducción en la ratio de contratación de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 10,56 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 cayeron un 7,8 % con respecto al mes precedente, mientras que las realizadas con opciones financieras sobre este mismo índice también lo hicieron en un 66,7 % con respecto al mes precedente.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2018	2019	2020	2021 (4T)	2022 (IT)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-1,4	2,5	1,2	1,9	1,6	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/ PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	1,7	2,2	7,2	2,8	3,1	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	270,1	282,0	335,3	319,9	307,9	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2018	2019	2020	2021 (4T)	2022 (IT)	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	58,4	57,0	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	0,5	5,9	1,8	2,7	-1,0	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	-1,2	0,3	0,3	0,8	-0,5	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": en el primer trimestre de 2022, el ahorro financiero en el conjunto de la economía disminuyó hasta el 1,6 % del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 3,1 % del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas ha disminuido hasta el 57,40 del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 mayo	2022 junio	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	-0,1	0,2	-0,01	0,9	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	0,6	0,3	0,7	1,0	-0,3	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	0,8	-0,7	2,1	2,1	1,3	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	-0,2	0,1	0,9	-1,7	-0,6	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-1,9	0,5	2,1	2,8	2,0	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 mayo	2022 junio	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,8	-0,4	-0,3	-5,6	-0,5	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	0,6	-6,7	-9,7	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	-0,3	-0,1	1,0	0,04	-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 junio, último dato disponible, se observó un aumento del crédito al sector privado del 0,9 %. Los depósitos aumentaron un 1 %. Los valores de renta fija incrementaron su peso en balance un 2,1 % mientras que las acciones y participaciones cayeron en un 1,7 %. Asimismo, se produjo una reducción en el volumen de préstamos dudosos del 5,6 % 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 cooperativas de crédito operando en el territorio español.
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	76	81	78	84	82	Número total de entidades de depósito extranjeras 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 entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	BE	371,551	642,118	1.774.798	2.206.332	2.124.718 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total eurozona
41. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	79,421	132,611	260,971	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 Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones 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 agosto de 2022.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": en agosto 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

INDICADOR	A partir de 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 clientes/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 289. Política monetaria y sector financiero

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 11, N.º 4 (2022). The Spanish economy in the context of a shift in monetary policy

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 18. Septiembre (2022)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

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

LIBROS

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

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2022

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

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria.

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

Todas nuestras publicaciones se pueden descargar, de forma gratuita, en www.funcas.es

<http://www.funcas.es/Publicaciones>

publica@funcas.es



Somos mucho más
de lo que imaginas. ¿Vienes?



cecabank

cecabank



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