

Presupuestos 2023 y nuevos escenarios monetarios

Perspectivas de la
economía española

Presupuestos generales
y plan presupuestario

Presupuestos del Estado
2023

El Presupuesto
de la Seguridad Social

Tipos de interés al alza:
efectos sobre el crédito

TLTRO y liquidez bancaria

La nueva estrategia
del BCE

Morosidad bancaria:
España en el contexto
europeo

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

291

noviembre/diciembre 2022



CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	Perspectivas de la economía española tras la crisis energética <i>Raymond Torres y María Jesús Fernández</i>
	11	Presupuestos generales y plan presupuestario para 2023: un análisis conjunto <i>Santiago Lago Peñas</i>
	19	Una valoración de las principales cifras de ingresos y gastos de los Presupuestos Generales del Estado de 2023 <i>Desiderio Romero-Jordán</i>
	31	El presupuesto de la Seguridad Social para 2023 <i>Eduardo Bandrés Moliné</i>
	39	Tipos de interés al alza: efectos iniciales sobre el crédito <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	47	<i>TLTRO</i> y liquidez bancaria en el nuevo escenario de tipos <i>Marta Alborni, Ángel Berges y María Rodríguez</i>
	55	Nueva estrategia del BCE: el peso de la incertidumbre y del legado <i>Ignacio Ezquiaga</i>
	63	Análisis sectorial de la morosidad bancaria: España en el contexto europeo <i>Joaquín Maudos</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	72	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	95	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	103	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

El otoño es tiempo de presupuestos, en las empresas, en las instituciones financieras y en las administraciones públicas. La política económica tiene en los presupuestos públicos un instrumento fundamental para alcanzar los objetivos que se propone, en esa triple función de asignación, distribución y estabilización que hace más de medio siglo acuñara el hacendista Richard Musgrave. En la actual coyuntura, marcada por perturbaciones globales que han dado lugar a una estrepitosa reaparición de la inflación y a una desaceleración de las tasas de crecimiento, la política fiscal puede contribuir a estabilizar la economía en combinación con la política monetaria y a amortiguar los efectos de la crisis sobre los hogares más vulnerables y las empresas con mayor exposición. El problema es graduar la intensidad con la que los presupuestos se aplican en esa tarea, teniendo en cuenta además los límites de una gestión responsable y las restricciones asociadas a la sostenibilidad financiera de las cuentas públicas. Navegar en esos estrechos márgenes no es nada fácil, cuando el horizonte inmediato se abre a una probable recesión y donde la observación de los datos más inmediatos aconseja conducirse con prudencia y con capacidad de reacción para corregir el rumbo cuando sea necesario.

El *shock* inflacionista y sus efectos sobre la capacidad de gasto de los hogares y la inversión de las empresas es el principal factor de debilitamiento de la actividad económica en el conjunto de la eurozona y en España. Adicionalmente, la senda de subidas de tipos por parte de los principales bancos centrales con el objetivo de moderar las expectativas de inflación y evitar los efectos de segunda ronda enfriará la economía, que, casi con toda probabilidad, entrará en recesión a finales de este año o comienzos del siguiente. El artículo de RAYMOND TORRES

y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ presenta las últimas previsiones de Funcas. Tanto la demanda interna como la externa, la primera por el estancamiento del consumo y la desaceleración de la inversión, y la segunda por el enfriamiento de la economía internacional, entrarán en una fase recesiva que se espera de corta duración. En promedio anual, la tasa de crecimiento del PIB estará en torno al 0,7 %, mientras el empleo aún mantendrá registros positivos, la tasa de paro permanecerá alrededor del 12 % y la inflación se situará ligeramente por encima del 5 %. Aunque los riesgos financieros son por el momento moderados, el ritmo que adopte la normalización de la política monetaria en el contexto inflacionista en que se encuentra la eurozona podría dar lugar a una mayor duración de la fase recesiva.

En este marco, los Presupuestos Generales del Estado para 2023 (PGE-2023) desempeñan un papel muy relevante, tanto en su faceta de provisión de bienes y servicios públicos como en su propósito de amortiguar los efectos de la crisis energética y de la inflación sobre los sectores más vulnerables. Desde el punto de vista de las políticas macro, sin embargo, si la orientación de la política fiscal se relaciona con la evolución del déficit estructural, en la actual fase del ciclo cabría plantear una política fiscal neutral o levemente contractiva que apoyase los esfuerzos de la política monetaria para la estabilización de la economía y que iniciase un proceso de consolidación fiscal a medio plazo. El artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS analiza los principales agregados de los PGE-2023 a partir de los dos principales documentos presentados por el Gobierno: los propios Presupuestos que se tramitan en el Congreso y el Plan Presupuestario enviado a la Comisión Europea. La principal diferencia está en la inclusión o no de las medidas desplegadas en 2022 para afrontar la crisis energética y los efectos

de la inflación. Porque dependiendo de cómo se concrete ese paquete fiscal, el impacto presupuestario podría añadir más de un punto porcentual a las cifras de déficit. En los términos previstos en los PGE-2023 la política fiscal podría calificarse como neutral, pero una aplicación generalizada de las actuales medidas anticrisis en 2023 entraría en contradicción con los objetivos de contención de la inflación. Es preciso, por tanto, acotar la dimensión y los beneficiarios de las ayudas para paliar los efectos de la actual coyuntura, atendiendo también al coste y a su impacto redistributivo.

En esta línea, DESIDERIO ROMERO-JORDÁN realiza una presentación de las principales cifras de ingresos y gastos de los PGE-2023, con especial atención a las medidas recaudatorias. El grueso del impacto de dichas medidas sobre los ingresos se centra en los nuevos gravámenes sobre las empresas energéticas y las entidades financieras, la limitación de la compensación de pérdidas entre matriz y filial en el impuesto sobre sociedades, y el impuesto de solidaridad de las grandes fortunas. No es descartable, sin embargo, que la tramitación parlamentaria altere algunos de los elementos de estas figuras tributarias y reduzca, por tanto, sus previsiones de recaudación. A su vez, con la intención de corregir la que se ha venido denominando “progresividad en frío” generada por la inflación, el proyecto de Ley de Presupuestos realiza algunas correcciones en el IRPF que favorecen el tratamiento fiscal de las rentas más bajas, aunque compensa la pérdida de ingresos con aumentos en la tributación de las rentas del ahorro y con una elevación del tipo marginal para las rentas más altas. También aquí se echa de menos una reconsideración más a fondo del sistema fiscal español en línea con los compromisos adquiridos en el marco del programa *Next Generation EU*.

El análisis de las cuestiones presupuestarias concluye con el artículo de EDUARDO BANDRÉS MOLINÉ sobre los presupuestos de la Seguridad Social. Su relevancia se pone de manifiesto por dos razones principales: por una parte, por su volumen, más del 41 % del gasto consolidado de los PGE-2012; y por otra, porque el horizonte de las finanzas públicas a medio y largo plazo tiene en la Seguridad Social, y más concretamente en el sistema de pensiones, un elemento determinante de su sostenibilidad. En los tres últimos años, el desequilibrio presupuestario de la Seguridad Social se ha subsanado en parte con el aumento de las transferencias del Estado, de modo que los impuestos representan actualmente un 20 % de los ingresos de la Seguridad Social, y en parte también con préstamos del Estado para financiar el déficit. Más allá de la resolución de

un problema de insuficiencia de recursos, el mayor peso de la financiación mediante impuestos afecta a la propia naturaleza del modelo contributivo de reparto. Y cubrir el desequilibrio financiero con impuestos equivale a traspasar el déficit al Estado, aumentando así el déficit estructural del conjunto de las administraciones públicas. Especial relevancia adquiere en este contexto la generalizada revalorización de todas las pensiones públicas que, junto con el aumento del número de pensionistas y de la pensión media, desborden muy probablemente las previsiones de gasto para 2023. El problema de fondo sigue estando en el déficit presente y futuro del sistema contributivo de la Seguridad Social, y en la necesidad de arbitrar medidas, también por el lado del gasto, que corrijan esa situación.

Tras este primer bloque de artículos de temática presupuestaria, los cuatro artículos siguientes hacen referencia a las cuestiones monetarias y financieras de la actual coyuntura. El primero de ellos, de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, analiza cómo está afectando la subida de tipos de interés impulsada por el Banco Central Europeo en los mercados europeos de crédito. En España, el crédito se ha desacelerado y ya se detecta una cierta retracción de la financiación, singularmente en el segmento de la vivienda, aun cuando los tipos medios hipotecarios están entre los más bajos de la eurozona y desde una perspectiva histórica estamos aún en una situación de costes moderados. En cuanto a la financiación a empresas, el comportamiento es más desigual, y tras el notable avance propiciado por los avales del ICO durante la pandemia, asistimos a un crecimiento moderado y desigual por sectores. La situación bancaria revela una ligera mejora de las ratios de rentabilidad, aunque todavía se encuentran en cuotas muy modestas, y también un reforzamiento de sus indicadores de solvencia. La subida de tipos y la desaceleración de la economía en un contexto de elevada incertidumbre podrían, sin embargo, afectar a las tasas de morosidad, especialmente en los sectores más expuestos al impacto de la crisis.

El mantenimiento del flujo del crédito en las especiales condiciones económicas que han atravesado las economías de la eurozona durante la pandemia tiene mucho que ver con las facilidades de liquidez proporcionadas por el BCE a través de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, más conocidas como *TLTRO*. Sin embargo, el alineamiento de este tipo de operaciones con la nueva política monetaria antiinflacionista ha dado lugar a una modificación del método de cálculo de su coste de financiación, reduciendo la brecha entre dicho coste

y la rentabilidad obtenida de la colocación de los saldos vivos de las *TLTRO* en la facilidad de depósito. El artículo de MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ analiza la capacidad de devolución de estos fondos por parte de los sectores bancarios europeos, que en todo caso se prolongará a lo largo de las distintas ventanas de amortización disponibles. La conclusión es que tanto la banca europea como la española presentan un nivel de activos líquidos suficientes para hacer frente al reembolso de las *TLTRO* sin provocar desequilibrios en sus balances. Y en cuanto a los posibles efectos de la desaparición de esta fuente de financiación bancaria sobre el crédito al sector real de la economía, no deberían existir problemas de liquidez, habida cuenta, por una parte, de la previsible desaceleración de la demanda de crédito ante la caída de la actividad económica, y por otra, de la existencia de reservas suficientes a las que pueden unirse las emisiones a realizar en el mercado.

A modo de reflexión general sobre el actual curso de la política monetaria, el artículo de IGNACIO EZQUIAGA señala cómo el proceso de normalización monetaria iniciado hace meses por el Banco Central Europeo, se desarrolla en el momento presente en una situación nada normal. Entre otras cosas, porque la economía europea se encuentra sometida a tensiones geoestratégicas que sobrepasan el marco interno de referencia en el que se desenvuelve la política económica, pero también porque la naturaleza de la inflación subyacente en la eurozona dificulta su corrección provocando una desaceleración de la economía. El punto de partida es conocido —tipos cero o negativos—, lo difícil es determinar cuál es el punto de llegada, el *terminal rate*. Por el momento, la subida de los tipos de referencia y el inicio de la retirada de estímulos instrumentados en el pasado mediante los programas de compra de activos y las operaciones de refinanciación a largo plazo (*TLTRO*) son un mensaje claro de determinación frente al riesgo de que las expectativas de inflación se desanclen. La

mayor beligerancia del BCE después del verano revela que la acción monetaria estaría siendo más resuelta que prudente, si bien el conocido esquema de *forward guidance*, que tanto se utilizó en el pasado reciente, estaría dando paso a una estrategia en un esquema de “reunión a reunión”, donde los datos de cada momento marcarán los pasos a seguir. Las previsiones de recesión de la eurozona y la probable desescalada de la inflación en el segundo trimestre del próximo año aconsejarían una cierta pausa en el proceso de ajuste de los tipos de interés, que evitase una recesión más prolongada.

Como decíamos anteriormente, uno de los riesgos que se deducen de las previsiones económicas para los próximos trimestres es el repunte de morosidad. Si bien por el momento la tasa de morosidad de la banca española y europea es incluso inferior a la existente antes de la pandemia —en parte por las medidas adoptadas para paliar el impacto de la crisis—, el análisis desagregado a nivel sectorial muestra importantes diferencias, como pone de relieve el artículo de JOAQUÍN MAUDOS. Así por ejemplo, la tasa de morosidad es mayor en los préstamos a las empresas que a los hogares; en el primer caso es sustancialmente mayor en las pymes y en el segundo, menor en las hipotecas. Los efectos de las medidas de restricción a la interacción social y a la movilidad durante la pandemia afectaron de modo especial a sectores como los relacionados con las actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento, y a la hostelería, que son los que presentan mayores tasas de morosidad en la actualidad. Sea como fuere, el endurecimiento de las condiciones de financiación en los próximos meses puede hacer mella en los sectores más expuestos a la crisis energética, y también en los hogares que realizan un mayor esfuerzo financiero en sus hipotecas, incidiendo negativamente en sus compromisos de pago. Las advertencias de los supervisores aconsejan, por tanto, reforzar las provisiones bancarias para hacer frente a esas posibles contingencias.

Perspectivas de la economía española tras la crisis energética

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

Tras un ligero crecimiento en el tercer trimestre del año, fruto del buen comportamiento del turismo y de las exportaciones, el PIB podría retroceder en el cierre de 2022 y en el inicio del próximo ejercicio, dando lugar a una corta recesión. A partir del segundo trimestre de 2023 podría producirse una ligera recuperación, en consonancia con una menor presión de los precios de la energía y, posteriormente, de una pausa en el proceso de normalización de los tipos de interés. Con todo, el crecimiento previsto para el conjunto de 2023 es un 0,7 %, muy condicionado por el debilitamiento del consumo privado en un contexto inflacionista, por la desaceleración de la inversión y por la menor aportación del sector exterior, fruto del deterioro de la economía europea. La inflación todavía se situará en niveles elevados, en torno a una media del 5,2 % para el deflactor de consumo de los hogares, y el mercado laboral reducirá su dinamismo, aunque manteniendo la tasa de paro alrededor del 12 %.

Desde inicios de 2021 los mercados energéticos han marcado la marcha de la economía española. El fuerte encarecimiento de los hidrocarburos ha provocado efectos en cascada en el coste de la electricidad, el transporte y finalmente en toda la cadena productiva, con la guerra en Ucrania como factor agravante (Torres y Fernández, 2022). Todo ello ha derivado en un fuerte repunte de la inflación y en una desaceleración abrupta de la economía. En este artículo, tras un breve repaso de las tendencias recientes, se presentan las perspectivas económicas hasta finales de 2023.

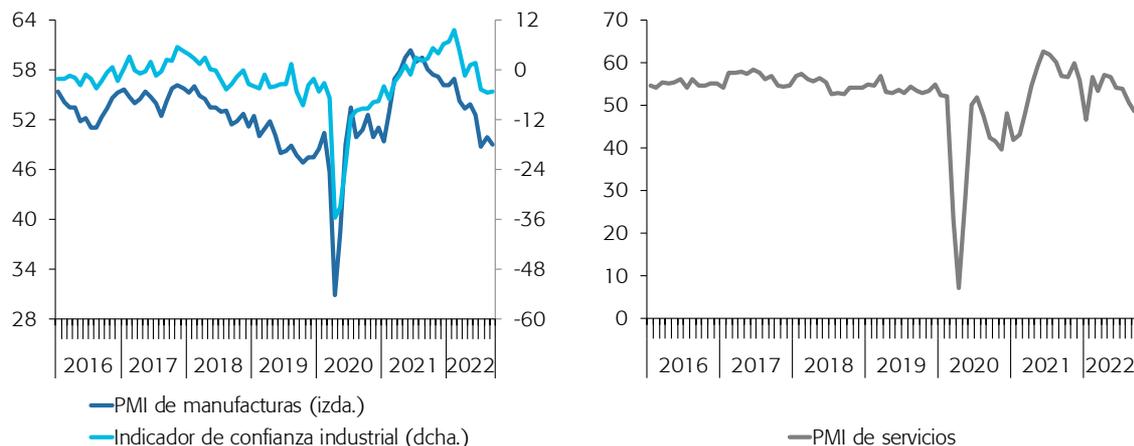
Evolución reciente de la economía española

Según las cifras revisadas de la Contabilidad Nacional Trimestral, el PIB creció un 1,5 % en el segundo trimestre del año, lo que supone una significativa revisión al alza con respecto al 1,1 % avanzado inicialmente, contrarrestando así la simultánea revisión a la baja de la cifra de crecimiento del primer trimestre. También fueron revisadas las cifras trimestrales del año anterior, y como resultado de todas las modificaciones realizadas, el PIB creció en

* Funcas.

Gráfico 1

Índices de coyuntura



Fuente: IHS Markit.

la primera mitad de 2022 un 6,7 % interanual, en lugar del 6,3 % publicado inicialmente.

La principal fuente de crecimiento en el primer semestre fue el sector exterior y, más concretamente, la recuperación del turismo internacional. El siguiente motor fue la inversión, especialmente en bienes de equipo. El consumo privado, por su parte, registró un repunte en el segundo trimestre, pero que apenas contrarrestó la caída que sufrió en el trimestre precedente, de modo que, en tendencia, continúa en una situación de estancamiento desde hace varios trimestres. Finalmente, el consumo público registró sendos descensos, en términos reales, en los dos primeros trimestres del ejercicio.

El empleo, medido en horas trabajadas según la contabilidad nacional, creció en ambos trimestres, aunque aún se encuentra un 0,8 % por debajo de la cifra media de 2019. Tampoco la productividad por hora trabajada ha logrado recuperar el nivel previo a la pandemia. El número de afiliados a la Seguridad Social mantuvo un buen ritmo de crecimiento mensual durante la primera mitad del año, aunque muy inferior al registrado en la segunda mitad del año pasado.

Durante el tercer trimestre, con datos hasta agosto, el consumo no ofrecía señales de avance, mientras que la actividad turística seguía recuperándose, si bien a un ritmo sustancialmente inferior al del segundo trimestre del año. Dentro de la industria, ciertos sectores como el metalúrgico o el químico, muy afectados por el encarecimiento de la energía y de las materias primas, presentaban caídas en sus niveles de actividad, si bien en el resto de los sectores la tendencia seguía siendo estable o de crecimiento, destacando el repunte de la actividad en el sector de automoción en agosto. En cualquier caso, los índices PMI, tanto de industria como de servicios, se han movido a la baja, situándose en septiembre por debajo del nivel de 50, lo que indica retroceso de la actividad (gráfico 1).

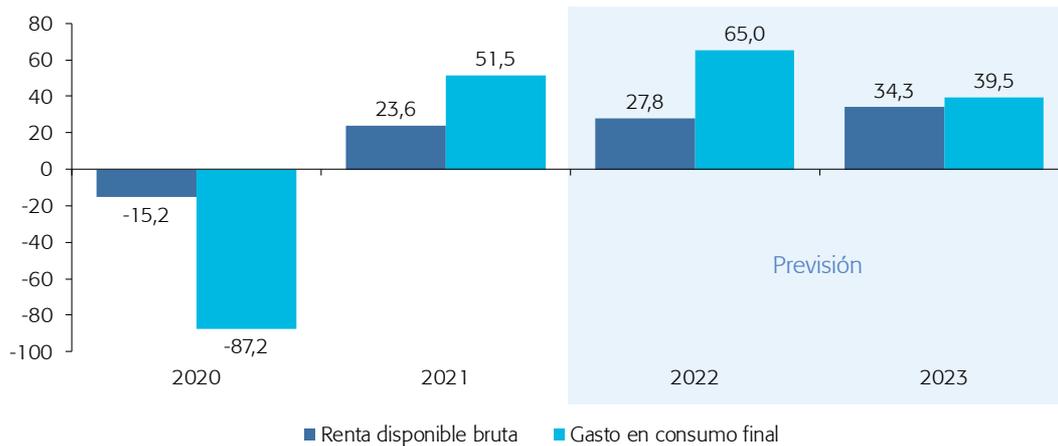
En cuanto al empleo, durante el verano continuó creciendo el número de afiliados, sin señales aún demasiado claras de desaceleración, aunque las cifras desestacionalizadas deben tomarse con cautela en el momento actual.

La tasa de inflación general alcanzó un máximo del 10,8 % en julio, y la subyacente del 6,4 % en agosto. Las tasas más elevadas se observaron en los alimentos, que se encarecieron un 13,2 % interanual en agosto. En cuanto a los productos energéticos,

Gráfico 2

Renta disponible de los hogares y consumo privado

(Variación, en miles de millones de euros)



Fuente: Funcas con datos del INE.

los combustibles se han abaratado en los últimos meses, reflejando la caída de la cotización del petróleo, mientras la electricidad ha seguido mostrando una extraordinaria volatilidad.

Además del petróleo, otras materias primas han bajado de precio en los últimos meses, al igual que los fletes marítimos, aunque aún se mantienen muy por encima de los niveles previos a la pandemia. También se observan señales de relajación de las tensiones en las cadenas de suministro globales. Por otra parte, la tasa de inflación del índice de precios industriales, que es un indicador de la evolución de los costes a lo largo de la cadena de producción, muestra una suave tendencia descendente desde el final de la primavera. Todo ello puede estar reflejando una reducción de las presiones inflacionistas.

En cuanto al mercado inmobiliario, se observa una cierta tendencia a la estabilización en el número de compraventas de viviendas, si bien en un nivel relativamente elevado –el más alto desde comienzos de 2008– tras el fuerte empuje registrado en 2021. Los precios, por su parte, siguen creciendo si bien a un ritmo más moderado.

Finalmente, las administraciones públicas registraron un déficit en la primera mitad del año de

30.462 millones de euros, frente a los 55.679 anotados en el mismo periodo del pasado año. Los ingresos impositivos han seguido exhibiendo un notable dinamismo, mientras que por el lado del gasto ha incidido favorablemente la reducción de los recursos destinados a prestaciones sociales relacionadas con el COVID-19.

Previsiones para 2022-2023

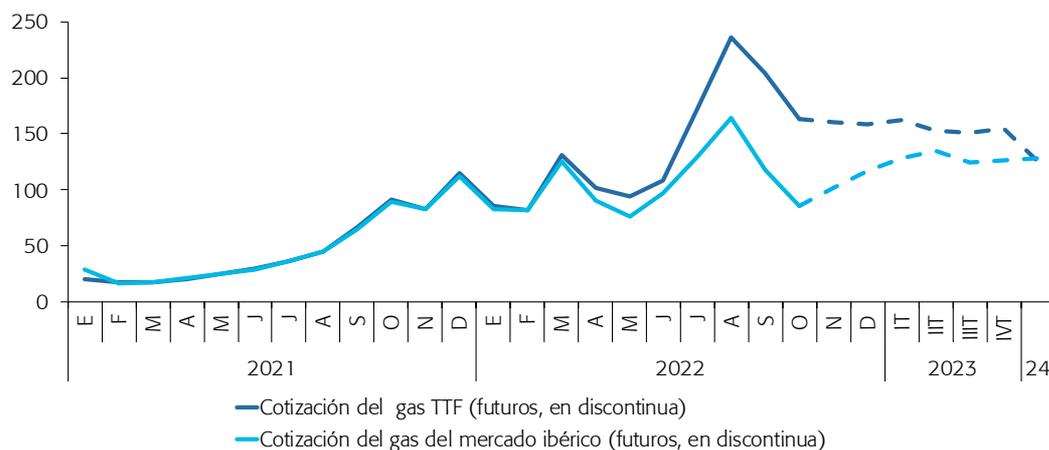
Todo apunta a una agudización del debilitamiento que, como antes se ha comentado, viene observándose en los últimos meses. El principal factor es la pérdida de poder adquisitivo de los hogares como consecuencia de la inflación, y su mayor incidencia en el consumo privado con relación a la primera parte del presente ejercicio: la tasa de ahorro de los hogares se ha reducido ya hasta niveles próximos a la media de los últimos años, lo que significa que muchas familias ya no disponen de un colchón de liquidez para compensar la pérdida de capacidad de compra de sus ingresos (gráfico 2).

Además, la crisis energética provocada por la invasión de Ucrania se percibirá con más intensidad

Gráfico 3

Cotización del gas

(Euros por MWh)



Fuentes: Mibgas y TTF ICE.

durante el próximo periodo invernal y podría provocar un parón en sectores como la metalurgia o la producción de fertilizantes, que no pueden trasladar el alza de los precios a sus clientes. La industria de los países más dependientes del gas ruso, como

La tasa de ahorro de los hogares se ha reducido ya hasta niveles próximos a la media de los últimos años, lo que significa que muchas familias ya no disponen de un colchón de liquidez para compensar la pérdida de capacidad de compra de sus ingresos provocada por la inflación.

Alemania e Italia, se enfrenta a un corte del suministro que casi con total seguridad originará una recesión, con efectos negativos para las exportaciones españolas (FMI, 2022). Estas previsiones parten de la hipótesis de una caída del PIB de la eurozona en un 0,2 % en 2023, y de precios energéticos orientados al alza hasta la primavera, para posteriormente mantenerse en un nivel elevado, en línea con lo que marcan los mercados de futuros (gráfico 3).

Finalmente, ante la persistencia de la inflación, los principales bancos centrales han emprendido

una senda de subidas de tipos de interés con el objetivo de enfriar la demanda y así moderar los efectos de segunda ronda. Las previsiones incorporan incrementos adicionales de la facilidad de depósito del BCE hasta alcanzar el 2,5 % en el segundo trimestre del 2023, momento a partir del cual se mantendría sin grandes cambios. El rendimiento del bono a 10 años, por su parte, se elevaría hasta el entorno del 3,5 % durante el mismo periodo.

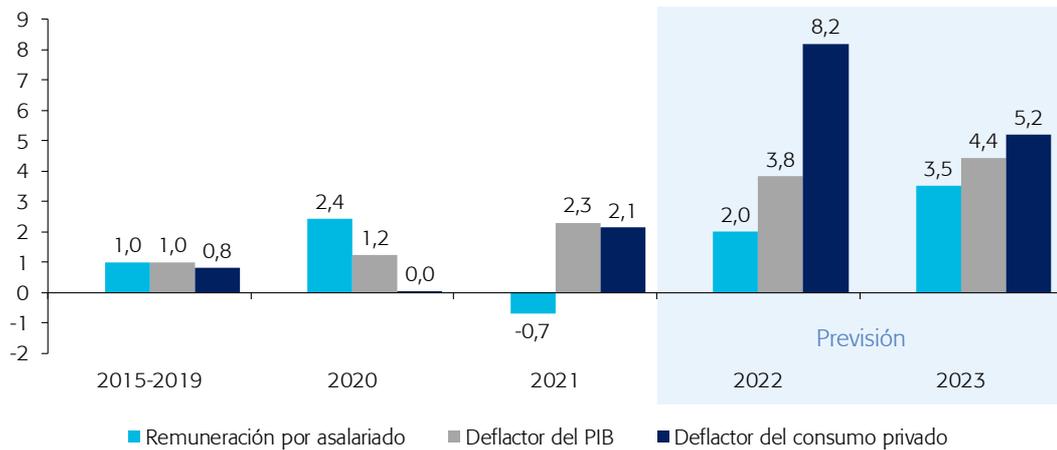
En este escenario, tras un ligero crecimiento en el tercer trimestre, fruto del buen comportamiento del turismo y de las exportaciones, el PIB podría retroceder en el cierre del año y el inicio del próximo ejercicio, algo que conformaría una corta recesión. A partir del segundo trimestre podría producirse una ligera recuperación, en consonancia con la menor presión de los precios energéticos y, posteriormente, de la pausa en el proceso de ajuste de tipos de interés. El crecimiento alcanzará todavía un sólido 4,5 % para el conjunto del presente año, tres décimas más que en la anterior previsión (cuadro 2).

Sin embargo, este resultado presenta importantes contrastes tanto en su perfil temporal (tras el impulso del primer semestre, el PIB crecería un escaso

Gráfico 4

Precios y salarios

(Tasas de crecimiento interanual)



Fuente: Datos observados: INE. Previsiones: Funcas.

0,2 % en el tercer trimestre antes de descender un 0,4 % en el cuarto), como en su composición; esta refleja sobre todo el auge del sector exterior, con una aportación de 3,5 puntos de crecimiento del PIB (1,4 puntos más que en la previsión de julio). La demanda interna, por su parte, apenas aportará un punto de crecimiento del PIB (1,1 puntos menos que lo anticipado), por el impacto de la inflación en el consumo, tanto privado como público. La inversión es el único factor de pujanza de la demanda interna, gracias al tirón de las exportaciones, al incremento de los excedentes y al estímulo de los fondos europeos.

El debilitamiento se percibirá con más contundencia en 2023, con un crecimiento previsto del 0,7 %, frente al 2 % de la anterior previsión. Todos los componentes de la demanda se han revisado a la baja. Destaca el estancamiento del consumo privado, en un contexto de crisis energética y de inflación que lastran la confianza del consumidor pese a la leve recuperación salarial que se vaticina. Las incertidumbres globales y el deterioro de la economía europea también generarán una fuerte desaceleración de la inversión, de modo que la aportación de la demanda interna al PIB sería tan solo de medio punto (1,5 puntos menos que en la anterior previsión). De manera similar, el motor externo

perderá fuerza por el enfriamiento internacional. Sin embargo, como las importaciones se frenan al compás de la demanda interna, la aportación del exterior al crecimiento será todavía ligeramente positiva, llegando a las dos décimas (frente una aportación nula en la anterior previsión).

La inflación podría registrar una ligera desescalada en los próximos meses, aunque todavía se situará en niveles elevados. Partiendo de la hipótesis de unos precios energéticos al alza hasta la próxima primavera, antes de estabilizarse en línea con los mercados de futuros, el deflactor del consumo crecerá este año un 8,2 % y un 5,2 % el que viene (gráfico 4), sin cambios importantes con relación a lo anticipado en julio. Por su parte el deflactor del PIB, la variable que mejor refleja la dinámica de los precios internos, se incrementará a una tasa significativamente menor, del 3,8 % este año y 4,4 % el año próximo. La aceleración de deflactor del PIB obedece al ligero repunte de los salarios vaticinado para el próximo ejercicio (la remuneración por asalariado subirá un 3,5 %, un punto más de lo estimado para 2022).

El encarecimiento de la factura energética hará mella en las cuentas externas, provocando un deterioro de la balanza por cuenta corriente. Sin

Cuadro 1

Ejecución de los PERTE

(Millones de euros)

	Inversión pública prevista	Convocatorias		
		Cerradas o en proceso	Próximas	Total
Chips	12.250	0	252	252
Energías renovables	6.920	2.100	736	2.836
Vehículo eléctrico	4.300	3.015	971	3.986
Aeroespacial	2.193	621	490	1.111
Digitalización ciclo del agua	1.940	200	0	200
Cadena agroalimentaria	1.800	373	230	603
Economía de la lengua	1.100	5	329	334
Salud de vanguardia	900	384	298	682
Economía circular	492	0	492	492
Naval	310	230	0	230
Economía de cuidados		22	102	124
Total	32.205	6.950	3.900	10.850
Total con Programa Moves		7.889		11.789

Fuente: Estimaciones de Funcas a partir de los datos de las convocatorias.

embargo, el saldo se mantendrá todavía en terreno positivo gracias a la favorable posición competitiva de las exportaciones. Fruto de ello, y de las transferencias europeas en el marco del *Next Generation* (que no computan en la balanza por cuenta corriente), la balanza externa total seguirá arrojando un sólido superávit durante todo el periodo de previsión: la capacidad de financiación alcanzará el 1,3 % del PIB en 2023.

Se prevé la creación de 220.000 empleos netos entre julio de este año y diciembre del que viene, 60.000 menos que durante el primer semestre (en términos desestacionalizados y equivalentes a tiempo completo). La tasa de paro oscilará en torno al 12% hasta finales de 2023.

El mercado laboral también notará la desaceleración, pero sin revertir la recuperación registrada en los últimos meses. Se prevé la creación de 220.000

empleos netos entre julio de este año y diciembre del que viene, 60.000 menos que durante el primer semestre (en términos desestacionalizados y equivalentes a tiempo completo). Sin embargo, este leve crecimiento será suficiente para evitar un fuerte repunte del desempleo similar a lo que ocurrió en recesiones anteriores. La tasa de paro oscilará en torno al 12 % hasta finales de 2023.

El déficit público descenderá este año por el juego de los estabilizadores automáticos y de la inflación. Sin embargo, en 2023 apenas se avanzará en la contención de los desequilibrios por el enfriamiento de la economía y la indiciación de las pensiones. El agujero rondará el 4,4 % del PIB en 2023, un valor cercano a su nivel estructural, y la deuda pública se situará en el 112 %. En suma, la política fiscal se enfrenta al desafío de afrontar los costes de la inflación y, a la vez, corregir los desequilibrios presupuestarios. Los fondos europeos pueden ser de gran ayuda a este respecto, pero de momento su ejecución es desigual (cuadro 1).

Principales riesgos

Las tensiones geopolíticas, y en particular los diferentes escenarios de evolución de la contienda en Ucrania, hacen que estas previsiones estén sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Sin embargo, con toda la cautela que requiere el análisis, los riesgos se orientan claramente a la baja.

En primer lugar, la crisis energética podría ser más intensa de lo previsto, complicando la desescalada de la inflación y agravando el riesgo de recesión en la eurozona. Preocupa especialmente el mercado del gas, el más sensible a las tensiones geopolíticas, y sus derivadas en la electricidad. Un agravamiento o desbordamiento del conflicto de Ucrania tendría una repercusión inmediata en la cotización de los hidrocarburos, provocando una honda recesión en Europa.

Otro importante riesgo atañe a la capacidad de resistencia de la economía ante la subida de tipos de interés. A diferencia de la anterior crisis, los riesgos financieros parecen hoy moderados, pero esto depende del ritmo de normalización de la política monetaria. Además, la experiencia pasada muestra que las subidas de tipos de interés inciden en la economía y en el sistema financiero de manera no lineal. Los riesgos pueden ser leves en la fase inicial del proceso de ajuste de tipos. Por ejemplo, en España, el crecimiento se fue moderando levemente entre 2005 y mediados de 2007 en

un contexto de fuerte ajuste de tipos de interés. A partir de ese momento, solo se produjeron incrementos marginales de tipos de interés, pero estos fueron suficientes para precipitar la recesión. La situación hoy no es comparable, por el menor nivel de endeudamiento del sector privado español y por el buen comportamiento del mercado laboral (algo clave para que el escenario “manejable” que se dibuja en estas previsiones se materialice). Pero sigue siendo cierto que un ajuste excesivamente agresivo de los tipos de interés podría llevar a una recesión prolongada¹.

Finalmente, la persistencia de un importante déficit público estructural es una amenaza, en un contexto de retirada del apoyo del BCE. Ahora, más que en la era de los tipos de interés negativos, la sostenibilidad fiscal depende de la credibilidad de la senda de corrección de los desequilibrios, y del impacto transformador de los presupuestos públicos, en especial en lo que atañe a las inversiones financiadas con fondos europeos.

Referencias

- FMI. (2022). *Perspectivas económicas mundiales*. Otoño.
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2022). El conflicto en Ucrania y la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, 287, pp. 1-7. Disponible en: <https://www.funecas.es/articulos/el-conflicto-en-ucrania-y-la-economia-espanola/>

¹ La Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés), ha alertado de una elevación del riesgo financiero en la UE. Véase https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/esrb.warning220929_on_vulnerabilities_union_financial_system~6ae5572939.en.pdf

Cuadro 2

Previsiones de Funcas para la economía española

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

	Datos observados				Previsiones Funcas		Variación de las previsiones (a)	
	Media 2008-2013	Media 2014-2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
1. PIB y agregados, precios constantes								
PIB	-1,3	2,6	-11,3	5,5	4,5	0,7	0,3	-1,3
Consumo final hogares e ISFLSH	-2,1	2,2	-12,2	6,0	1,3	0,1	-0,5	-1,9
Consumo final administraciones públicas	0,9	1,3	3,5	2,9	-1,9	0,9	-2,5	-0,6
Formación bruta de capital fijo	-7,6	4,8	-9,7	0,9	5,1	1,7	0,1	-1,1
Construcción	-10,7	4,9	-10,2	-3,7	4,6	3,2	3,5	-0,6
Equipo y otros productos	-2,7	4,8	-9,2	5,8	5,5	0,1	-3,2	-1,9
Exportación bienes y servicios	1,8	3,9	-19,9	14,4	17,4	1,4	4,4	-1,9
Importación bienes y servicios	-4,0	4,4	-14,9	13,9	7,6	1,1	0,2	-2,5
Demanda nacional (b)	-3,1	2,6	-9,1	5,2	1,0	0,5	-1,1	-1,5
Saldo exterior (b)	1,8	0,0	-2,2	0,3	3,5	0,2	1,4	0,2
PIB precios corrientes: - miles de mill. de euros	--	--	1.118,0	1.206,8	1.309,6	1.377,0	--	--
- % variación	-0,8	3,4	-10,2	7,9	8,5	5,1	-0,7	-0,7
2. Inflación, empleo y paro								
Deflactor del PIB	0,5	0,8	1,2	2,3	3,8	4,4	-0,9	0,6
Deflactor del consumo de los hogares	1,7	0,7	0,0	2,1	8,2	5,2	-0,6	0,2
Empleo total (Cont. Nac, p.t.e.t.c.)	-3,4	2,6	-6,8	6,6	3,3	0,4	0,2	-0,7
Remuneración por asalariado e.t.c	2,4	0,9	2,4	-0,7	2,0	3,5	-0,5	0,0
Tasa de paro (EPA, % de la pob. activa)	20,2	18,8	15,5	14,8	12,4	12,0	-0,3	0,2
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)								
Tasa de ahorro nacional	18,8	21,7	21,0	21,8	21,8	21,1	-0,5	-0,6
- del cual, ahorro privado	22,9	23,6	28,2	25,3	23,5	22,9	-1,1	-1,0
Tasa de inversión nacional	21,7	19,4	20,4	20,8	21,0	21,0	-0,6	-0,6
- de la cual, inversión privada	17,7	17,2	17,7	18,1	18,0	18,1	-0,7	-0,8
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-2,9	2,3	0,6	1,0	0,9	0,2	0,2	0,0
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-2,4	2,7	1,1	1,9	2,1	1,3	-0,8	-0,6
- Sector privado	6,6	6,8	11,2	8,7	6,4	5,7	-1,2	-0,8
- Saldo AA.PP. exc. ayudas a ent. financieras	-8,1	-3,9	-9,9	-6,8	-4,2	-4,4	0,5	0,1
Deuda pública según PDE	69,0	101,9	120,4	118,3	113,2	112,0	-0,7	-0,1
4. Otras variables								
PIB Eurozona	-0,2	1,9	-6,4	5,3	3,1	-0,2	0,6	-1,7
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	8,8	6,7	17,6	13,7	8,7	7,7	1,3	1,2
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	128,5	101,6	91,5	89,3	86,8	82,7	-0,6	0,6
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	133,4	103,0	108,4	104,0	95,9	90,4	2,9	3,1
Euríbor 12 meses (% anual)	1,90	0,01	-0,30	-0,49	0,84	2,51	0,34	1,11
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	4,74	1,58	0,38	0,35	2,30	3,50	0,31	0,53

Fuentes: Datos observados: INE y Banco de España. Previsiones: Funcas.

Cuadro 3

Previsiones trimestrales para la economía española

(Variación en porcentaje a precios constantes)

Periodo	PIB	Consumo privado (1)	Consumo público	FBCF	Export.	Import.	Contrib. al crec. PIB (1)		Empleo (2)	Tasa de paro
							Demanda nacional	Saldo exterior		
2014	1,4	1,7	-0,6	4,1	4,5	6,8	1,9	-0,5	1,0	24,4
2015	3,8	2,9	2,0	4,9	4,3	5,1	3,9	-0,1	3,2	22,1
2016	3,0	2,7	1,0	2,4	5,4	2,6	2,0	1,0	2,8	19,6
2017	3,0	3,0	1,0	6,8	5,5	6,8	3,1	-0,2	2,9	17,2
2018	2,3	1,7	2,3	6,3	1,7	3,9	2,9	-0,6	2,2	15,3
2019	2,0	1,1	1,9	4,5	2,2	1,3	1,6	0,4	3,3	14,1
2020	-11,3	-12,2	3,5	-9,7	-19,9	-14,9	-9,1	-2,2	-6,8	15,5
2021	5,5	6,0	2,9	0,9	14,4	13,9	5,2	0,3	6,6	14,8
2022	4,5	1,3	-1,9	5,1	17,4	7,6	1,0	3,5	3,3	12,4
2023	0,7	0,1	0,9	1,7	1,4	1,1	0,5	0,2	0,4	12,0
<i>Variación trimestral</i>										<i>Tasa de paro</i>
2021 I	-0,2	-0,1	0,6	-1,9	2,2	0,5	-0,8	0,6	0,6	16,0
II	1,4	2,2	0,7	1,1	2,2	6,0	2,5	-1,1	1,0	15,3
III	3,1	2,1	0,5	-0,8	5,7	2,7	2,1	1,0	3,3	14,6
IV	2,3	0,3	-1,8	-0,1	5,5	1,9	1,0	1,2	0,9	13,3
2022 I	-0,2	-1,2	-0,3	3,3	5,2	1,0	-1,8	1,6	-0,1	13,6
II	1,5	1,2	-1,3	2,5	4,9	2,8	0,5	0,9	1,0	12,5
III	0,2	0,1	0,4	0,3	0,5	0,5	0,2	0,0	0,4	11,7
IV	-0,4	-1,0	0,4	-0,2	-0,4	-0,8	-0,5	0,1	-0,7	11,6
2023 I	-0,4	0,0	0,3	-0,4	-2,3	-1,4	0,0	-0,4	-0,6	12,5
II	0,5	0,3	0,3	0,7	1,5	1,3	0,4	0,1	1,0	12,1
III	1,0	0,4	0,3	1,2	2,8	1,9	0,5	0,4	0,6	11,8
IV	0,4	0,4	0,3	1,2	0,5	0,8	0,5	-0,1	0,4	11,5
<i>Variación interanual</i>										
2021 I	-4,4	-4,5	4,4	-6,1	-6,0	-3,7	-3,6	-0,8	-2,7	--
II	17,9	23,3	4,1	17,5	40,5	40,8	17,6	0,3	18,9	--
III	4,2	4,0	3,1	-3,0	15,2	14,3	3,8	0,4	6,4	--
IV	6,6	4,5	-0,1	-1,7	16,4	11,6	4,9	1,7	6,0	--
2022 I	6,7	3,4	-1,0	3,5	19,9	12,2	3,8	2,8	5,3	--
II	6,8	2,4	-2,9	4,9	23,1	8,8	1,9	4,9	5,2	--
III	3,8	0,4	-2,9	6,0	17,1	6,4	0,0	3,8	2,3	--
IV	1,1	-0,9	-0,8	5,9	10,5	3,6	-1,6	2,7	0,6	--
2023 I	0,9	0,3	-0,2	2,3	2,6	1,1	0,2	0,6	0,0	--
II	-0,1	-0,6	1,4	0,5	-0,8	-0,4	0,0	-0,2	0,0	--
III	0,6	-0,3	1,3	1,4	1,5	1,0	0,4	0,2	0,2	--
IV	1,4	1,1	1,2	2,8	2,4	2,6	1,4	0,0	1,3	--

Notas: (1) Contribución en puntos porcentuales al crecimiento del PIB. (2) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Fuentes: Datos observados: INE. Previsiones: Funcas.

Presupuestos generales y plan presupuestario para 2023: un análisis conjunto

Santiago Lago Peñas*

Más allá de sus cifras de ingresos, gastos y déficit, los Presupuestos Generales del Estado para 2023 (PGE2023) se mueven entre dos escenarios, tal como se deduce del Plan Presupuestario enviado a la Comisión Europea. La principal diferencia es la prolongación de las medidas desplegadas para afrontar la crisis energética y los efectos de la inflación sobre los hogares y las empresas. Dependiendo de cómo se concrete ese paquete fiscal, el impacto presupuestario sobre las cifras de déficit podría añadir más de un punto porcentual del PIB a las previsiones realizadas para 2023. Si la orientación de la política fiscal se relaciona con la evolución del déficit estructural, es bastante razonable que los PGE2023 puedan calificarse como neutrales, lo que no excluye la conveniencia de avanzar en el diseño de un programa de consolidación fiscal a medio plazo y de replantear, ya para 2023, medidas como la bonificación del carburante y las rebajas del IVA al gas y a la electricidad, evaluando su coste, sus implicaciones distributivas y sus efectos sobre la transición energética.

¿Presupuestos generales o plan presupuestario?

Los Presupuestos Generales del Estado para 2023 (PGE2023) presentados el 6 de octubre de 2022 en el Congreso de los Diputados plantean un dilema al analista: centrarse en el estudio de sus cifras; u optar por relegarlo y dar preferencia al Plan Presupuestario del Reino de España 2023 (PPRE2023) enviado una semana después, el día 15, a la Comisión Europea (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2022a y 2022b).

Lógicamente, para un análisis micro, focalizado en programas y proyectos de gasto, los PGE2023 son el documento clave e insustituible. Sin embargo, el Plan Presupuestario es una referencia mejor para un abordaje agregado centrado en la coherencia interna, de gastos e ingresos, y en la externa, con el entorno macroeconómico; un análisis que tenga presentes las últimas cifras e informaciones sobre probables o muy probables cambios en el lado de los ingresos o en el del gasto. Porque el PPRE2023 incluye, por primera vez en la historia, dos escenarios.

* Universidade de Vigo y Funcas.

El llamado Escenario 1 engloba todas las medidas de ingresos y gastos que aparecen en los PGE2023 y también las líneas fundamentales de los proyectos de presupuestos para 2023 de las administraciones territoriales. Por su parte, el Escenario 2 añade a lo anterior un paquete todavía no cerrado de medidas de ingresos y gastos para proteger a las familias, trabajadores y empresas más afectadas por la crisis. En esencia: una prórroga más o menos selectiva de las actuaciones desplegadas en 2022. Además, en este segundo escenario se añade a los ingresos impositivos los procedentes del nuevo impuesto de solidaridad de las grandes fortunas en tramitación (1.500 millones de euros) y la mayor recaudación por la limitación en la consolidación de pérdidas en el impuesto sobre sociedades acordada por el Gobierno de coalición a finales de septiembre (244 millones).

El comportamiento de los ingresos en 2022

Los PGE2023 parten de una previsión de recaudación impositiva en 2022 claramente por debajo de lo que se puede extrapolar de los datos de recaudación disponibles hasta el momento (gráfico 1). La recaudación en el trienio 2020-2022 se ha situado sistemáticamente por encima de lo que cabría aguardar a la luz del crecimiento del PIB registrado. Detrás de este comportamiento se encuentran varios factores: el efecto de los mecanismos de protección de renta como los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE), que han atenuado la relación entre la dinámica del PIB y la renta familiar, sobre todo en 2020 y 2021; la inflación del último año, que eleva las bases imponibles a muy corto plazo del IVA y, de forma progresiva, la de los impuestos directos; el buen comportamiento del empleo, que ha borrado el umbral de crecimiento del 2 % del PIB para la generación robusta de empleo en España; y la reducción en la economía sumergida, como consecuencia de la extensión de los medios digitales de pago y la

mayor conciencia de los agentes económicos de los costes de moverse en la economía informal a la hora de acceder a esquemas de protección de diverso tipo.

Si tomamos como referencia las cifras para 2022 contempladas en los PGE, los ingresos tributarios crecerían en 2023 al 7,6 %; por encima de la expansión del PIB nominal. Pero si el punto de partida es el Plan Presupuestario, que extrapola la recaudación alcanzada hasta octubre, el porcentaje de crecimiento de los ingresos tributarios desciende al 4 %.

Lo anterior implica que el punto de partida es significativamente más alto y, por tanto, la tasa de crecimiento de los ingresos impositivos necesaria para alcanzar los previstos en los PGE2023 es muy inferior. El cuadro 1 lo muestra con claridad. Si tomamos como referencia las cifras para 2022 contempladas en los presupuestos, los ingresos tributarios crecerían en 2023 al 7,6 %; por encima de la expansión del PIB nominal previsto por el Gobierno (6,0 %), el Banco de España (5,9 %) y Funcas (5,1 %)¹. Pero si el punto de partida son las cifras que se manejan en el PPRE2023 y que extrapolan los datos sobre recaudación recopilados por la AEAT hasta octubre, el porcentaje de crecimiento de los ingresos tributarios desciende al 4 %. El primer guarismo supone una elasticidad recaudatoria por encima de 1; el segundo, una elasticidad muy por debajo de la unidad y, por tanto, conservadora. Sobre todo, teniendo en cuenta que entran en vigor el impuesto especial sobre los envases de plástico y el nuevo gravamen temporal en los sectores energético y financiero. Según el PPRE2023, la suma prevista por estos conceptos es de 3.991 millones, más del doble del coste neto de los cambios en IRPF, IVA e impuesto sobre sociedades incluidos en el paquete fiscal acordado por la coalición de Gobierno el 30 de septiembre (1.808 millones).

¹ Las diferencias son mayores en términos relativos cuando la atención se centra en el crecimiento del PIB real. Todas las cifras son menores al 2,1 % proyectado por el Gobierno: 1,5 % según AIREF (2022) y OECD (2022); 1,4 % para Banco de España; 1,2 % para IMF (2022); y 0,7 % para Funcas (2022). En sentido contrario, el deflactor del PIB, la otra componente del PIB nominal, es inferior en las previsiones del Gobierno.

Gráfico 1

Ingresos tributarios homogéneos hasta agosto de 2022

(Tasa de variación interanual y media móvil a 12 meses; porcentajes)



Fuente: AEAT, 2022 (información actualizada a 30.10.2022).

El extraordinario comportamiento de los ingresos tiene también un impacto directo sobre el déficit previsto para 2022. Frente al 5 % sobre el PIB que aparece en los PGE2023, el Banco de España apuesta por el 4,3 %; la AIREF por el 4,4 % y Funcas lo rebaja hasta el 4,2 %, por el juego de los estabilizadores automáticos y de la inflación (Funcas, 2022). Esto es, entre 6 y 8 décimas por debajo (gráfico 2).

Dado que el Gobierno mantiene para 2023 el objetivo de déficit para el conjunto de administraciones públicas en el 3,9 %, la cifra fijada en el Programa de Estabilidad 2022-2025 presentado en

primavera, la reducción necesaria del desequilibrio fiscal sería muy menor, alrededor de un tercio de la inicialmente prevista. En palabras del gobernador del Banco de España: “este objetivo [el 3,9 %] parece factible, si se tiene en cuenta, en particular, que es probable que el déficit público acabe por debajo de la estimación oficial en 2022 en cerca de siete décimas” (Hernández de Cos, 2022)². Funcas (2022) es menos optimista y considera que el enfriamiento de la economía y la indexación de las pensiones según el IPC observado van a provocar un leve empeoramiento del desequilibrio, hasta el 4,4 %. En cambio, la AIREF proyecta un déficit muy inferior (3,3 %)

Cuadro 1

Ingresos impositivos previstos en los Escenarios 1 y 2 en el Plan Presupuestario 2023

(Miles de millones de euros)

	2022	2023	Δ 2023/2022	Δ 2023/2022 (%)
Escenario 1 (PGE2023)	320,3	344,6	24,3	7,6 %
Escenario 2	331,2	354,3	23,1	7,0 %
Diferencia	10,9	9,7		

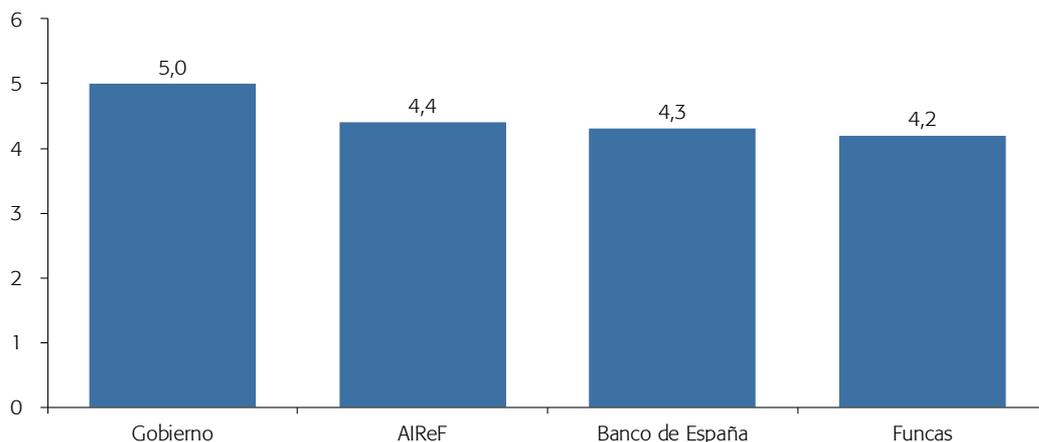
Fuente: Elaboración propia a partir de Ministerio de Hacienda y Función Pública (2022b).

² Adicionalmente, el gobernador matiza que “la incorporación de las nuevas medidas anunciadas con posterioridad a la publicación, el pasado 6 de octubre, de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España tendría un impacto poco significativo sobre la previsión de déficit de 2023”.

Gráfico 2.

Previsiones de déficit público para el conjunto de administraciones públicas en 2022

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia.

si se deja al margen la prórroga, total o parcial, del paquete de ayudas fiscales para afrontar la crisis energética y de precios.

En tercer lugar, hay que referirse a la tasa de crecimiento esperado del gasto primario corriente y su encaje con la Recomendación Específica por País (CSR, en inglés) que ha hecho la Comisión Europea (2022). Aunque las reglas fiscales comunitarias siguen suspendidas por la prórroga de la cláusula de salvaguarda hasta 2024, esas recomendaciones son un elemento importante para la evaluación transitoria del compromiso con la estabilidad fiscal en España y, de ahí, para la cobertura que pueda brindar el llamado Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, en inglés) de la política monetaria. Un mecanismo que ha venido a reemplazar al programa extraordinario de compra de deuda motivado por la pandemia y que resulta fundamental para evitar tensiones sobre la prima de riesgo como las vividas ahora hace una década.

En esencia, la CSR busca limitar el crecimiento del gasto primario corriente financiado a nivel nacional por debajo de la tasa crecimiento a medio plazo del PIB nominal. Quedarían al margen de ese gasto las medidas de apoyo a empresas y hogares frente a la crisis energética y las destinadas a los refugiados de la guerra de Ucrania. Aunque no está claro todavía la cifra que manejará la Comisión Europea para España, en particular el deflactor del PIB que se escoja para los cálculos, el Gobierno estima en el PPRE2023 que se situará en el 4,6 % y el gasto computable crecerá al 4,4 %. La evaluación de la AIReF (2022) es compatible con la del Gobierno. La CSR para España estará en el intervalo 3,1 % a 5,1 %, en función del deflactor que finalmente se escoja, y el cálculo de la autoridad fiscal del crecimiento del gasto computable (3,6 %) se sitúa cerca del límite inferior de ese rango³.

Finalmente, hay que referirse a la dinámica prevista del déficit estructural y, de ahí, al tono de la política fiscal en 2023. Una reducción (aumento) del

³ La AIReF advierte que las cosas cambian en el supuesto de que se prorrogasen en 2023 todas las medidas vigentes en 2022 para afrontar la crisis energética. En ese caso, el gasto primario corriente de las administraciones públicas sería de casi el 6,9 %, claramente fuera del intervalo. No obstante, esta caución no sería relevante si, como advertimos en el texto, la prórroga del paquete fiscal, que engloba medidas compensatorias por la crisis energética y la invasión de Ucrania, queda fuera del cómputo para el límite.

déficit estructural se interpreta como una orientación contractiva (expansiva). Sin duda, nos hallamos en un entorno particularmente difícil para la descomposición del saldo público total en sus componentes. En este caso, el Gobierno en el PPRE2023 argumenta que el déficit estructural cae del 3,7 % en 2022 al 3,4 % en 2023, en los dos escenarios que se manejan en el documento, por lo que la política fiscal el año que viene sería levemente contractiva. En su comparecencia en el Congreso sobre los PGE2023, el gobernador del Banco de España ha planteado algunas dudas al respecto de esta mejora. A su juicio, el déficit estructural será similar en 2022 y 2023, lo que implica una orientación neutral de la política fiscal. Además, ha abierto una discusión interesante sobre la necesidad de incorporar o no los fondos europeos canalizados a través del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) a la hora de evaluar la posición fiscal estructural. Aunque no afectan al nivel de déficit en términos contables, sí alteran el tono de la política fiscal, por lo que: “para medir correctamente el tono de la política fiscal, la variación del saldo estructural se debe corregir de este efecto, restándole la variación del saldo neto de recursos procedentes de la Unión Europea” (Hernández de Cos, 2022). Al hacer así, el Banco de España concluye que el saldo estructural aumentará levemente en 2023, alrededor de 0,15 puntos porcentuales.

En resumen, cuando el análisis se limita a los PGE2023, no parece justificada la preocupación sobre su incoherencia y carácter fuertemente expansivo, sobre el incumplimiento de la CSR para España y sobre el desencaje en la dinámica de gastos e ingresos públicos. El buen comportamiento de los ingresos en 2022 hace que los objetivos de déficit y recaudación en 2023 sean muy modestos y que, incluso en un escenario macroeconómico significativamente peor que el previsto por el Gobierno, los números cuadrasen.

La prórroga del paquete fiscal de Ucrania: un elemento fundamental

Sin embargo, es verdad que los PGE2023 adolecen de la exclusión del paquete fiscal que se va a desplegar en 2023 para afrontar la crisis energética y de precios. Por ello, la evaluación final de las cuentas públicas en 2023 va a depender de forma sustancial de cómo se concrete y de su coste estimado. Las discusiones del Gobierno de coalición en las próximas semanas deberán converger en una solución que sea eficaz en sus resultados, pero financiable y coherente con el margen fiscal disponible en un entorno que tiende a empeorar. A fin de identificar estos límites y posibilidades, el cuadro 2 reproduce las estimaciones de la AIREF (2022) del coste fiscal de las principales medidas adoptadas en 2022 y de su hipotética prórroga para el conjunto del año 2023⁴.

Los PGE2023 adolecen de la exclusión de las medidas que se van a desplegar en 2023 para afrontar la crisis energética y la inflación. Por ello, la evaluación final de las cuentas públicas en 2023 va a depender de forma sustancial de cómo se concreten dichas medidas y de su coste estimado.

La extensión a 2023 de todas las medidas que afectan al lado del gasto supondría 13.490 millones de euros, equivalentes a casi un punto de PIB; y la reducción de ingresos 5.038 millones, algo más de tres décimas. A lo anterior, habría que añadirle el efecto de las decisiones adicionales que seguirán adoptándose hasta fin de año, como la ampliación del bono social eléctrico y el térmico o la creación de una nueva tarifa regulada para las comunidades de vecinos con calderas de gas natural anunciadas en octubre.

⁴ El cuadro deja al margen la suspensión del impuesto sobre el valor de la producción eléctrica (IVPEE) porque son ingresos afectados a la transferencia a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), con un impacto neutral sobre el déficit. En el PPRE2023 se ofrece un listado completo de las actuaciones acometidas, incluyendo las que no tienen un impacto presupuestario directo.

Cuadro 2

Estimación de la AIReF sobre el impacto presupuestario de las medidas en respuesta a la crisis energética y la invasión de Ucrania

(Millones de euros)

	2022	2023
IVA (electricidad)	-1.955	-2.280
IVA (gas)	-151	-806
Impuesto especial de electricidad	-1.944	-1.952
Total ingresos	-4.051	-5.038
Bonificación al carburante	4.531	6.774
Ayudas sectoriales	3.522	3.587
Ayudas directas a particulares	540	540
Resto de ayudas a particulares	1.928	2.588
Ayudas a refugiados	1.200	
Total gastos	11.721	13.490
Total ingresos y gastos	-15.772	-18.528
Total ingresos y gastos (% PIB)	-1,2	-1,3

Fuente: AIReF (2022).

Por su parte, el Escenario 2 del PPRE2023 contempla un incremento idéntico en gastos e ingresos no financieros respecto al Escenario 1: siete décimas

La bonificación del carburante supone prácticamente la mitad del gasto proyectado en el paquete fiscal de respuesta a la crisis derivada de la guerra en Ucrania. En su definición actual, su impacto no solo estaría siendo regresivo, sino que va en contra de los objetivos de transición energética.

de PIB, equivalentes a 9.700 millones de euros: el déficit sería igual que el previsto en los PGE2023. A expensas de cómo cierre finalmente la recaudación en el año en curso, la probabilidad de deterioro en la coyuntura económica y la distancia entre los costes proyectados en el párrafo anterior y el margen que

se dibuja en el Escenario 2 refuerzan la necesidad de acotar la dimensión del paquete en 2023. Sería razonable y prudente ser muy selectivo; e incluso no agotar ya en diciembre el margen disponible, ante la posible aparición de nuevas necesidades en los próximos trimestres.

Y en esa selección, la evaluación detenida de las medidas es fundamental, teniendo en cuenta, al menos cuatro dimensiones: su coste, su impacto distributivo, su impacto negativo o positivo sobre la transición energética y, en fin, su encaje con las recomendaciones del libro blanco para la reforma tributaria⁵. Teniendo todo lo anterior presente, destacan dos candidatos al recorte o desaparición: la bonificación del carburante y las rebajas del IVA a electricidad y gas. La bonificación supone prácticamente la mitad del gasto proyectado (casi medio punto del PIB); en conjunto, su impacto distributivo sería regresivo; y va en contra de los objetivos de descarbonización.

⁵ Las estimaciones de Checherita-Westphal, Freier y Muggenthaler (2022) para los países de la eurozona muestran dos características de las ayudas brindadas para afrontar la crisis energética y de precios hasta el verano de 2022. La primera es su baja focalización: 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.

Por su parte, la rebaja del IVA comparte motivos y, además, se aleja de las recomendaciones del libro blanco. Sin duda, la marcha atrás en estas medidas es compleja desde un punto de vista de economía política. Por ello, la definición de escenarios de supresión progresiva sería una posible solución. Por otro lado, sería razonable excluir ramas productivas sin capacidad de alterar sus tecnologías a corto plazo (transporte, pesca...) de la supresión de la bonificación al carburante.

Referencias

- AEAT. (2022). *Informes mensuales de Recaudación Tributaria. Septiembre de 2022*. Disponible en: https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml
- AIREF. (2022). *Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las Administraciones Públicas: Presupuestos Generales del Estado 2023*. 18-10-2022. Disponible en: www.airef.es
- BANCO DE ESPAÑA. (2022). *Proyecciones macroeconómicas de la España 2022-2024*, 5-10-2022. Disponible en: www.bde.es
- 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>
- COMISIÓN EUROPEA. (2022). *Council Recommendation on the 2022 National Reform Programme of Spain and Delivering a Council Opinion on the 2022 Stability Programme of Spain*, 23-5-2022. Disponible en: www.ec.europa.eu
- FUNCAS. (2022). *Panel de previsiones de la economía española. Octubre de 2022*. 18-10-2022. Disponible en www.funcas.es
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2022). *Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados en relación con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2023*. 17-10-2022. Disponible en: www.bde.es
- HERRERO, C. (2022). *Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados. Informe de líneas fundamentales de los presupuestos de las AA.PP. Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2023*. 18-10-2022. Disponible en: www.airef.es
- IMF. (2022). *World Economic Outlook. October 2022*. Disponible en: www.imf.org
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA. (2022a). *Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2023 (Libro amarillo)*. 6.10.2022. Disponible en: www.hacienda.gob.es
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (2022b). *Plan Presupuestario del reino de España 2023*. 15-10-2022. Disponible en www.hacienda.gob.es
- OECD. (2022). *OECD Interim Economic Outlook GDP Projections. September 2022*. Disponible en : www.oecd.org

Una valoración de las principales cifras de ingresos y gastos de los Presupuestos Generales del Estado de 2023

Desiderio Romero-Jordán*

El Presupuesto de 2023 (PGE-2023) se sustenta en una estimación optimista del crecimiento del PIB (2,1 %). Asume una elasticidad de ingresos-PIB de 1,1 y una elasticidad de gasto-PIB ligeramente superior a 0,6 que permitiría reducir el déficit del -5,0 % de 2022 al -3,9 % en 2023. Las cifras estimadas de gasto son sensibles a la decisión, aún pendiente, sobre la extensión a 2023 de las ayudas a familias y empresas vigentes en 2022, cuyo coste global, de mantenerse sin cambios, estaría próximo a 18.000 millones de euros. En cuanto a los ingresos, el 7,6 % de crecimiento de los impuestos para el conjunto de las administraciones públicas se apoya en el fuerte empuje de la inflación, el 71,4 % según la AIReF. También en las medidas que entrarán en vigor en 2023 que, en términos netos, aportarán al Estado 2.712 millones de euros. Estos nuevos ingresos impositivos derivan de medidas esencialmente temporales, en lugar de ser el resultado de una genuina reforma fiscal, tal como fue comprometido con Bruselas para el primer trimestre de 2023.

Panorámica de ingresos y gastos públicos totales en 2023

En tan solo dos años, la historia se repite: el presupuesto se realiza nuevamente en un entorno muy complejo, debido en este caso a la invasión de Ucrania. El Proyecto de Presupuestos del Estado de 2023 (PGE-2023), aprobado en Consejo de Ministros el pasado 6 de octubre, se sustenta en un crecimiento del PIB real en 2023 del 2,1 %. Esta previsión es optimista si se atiende al rango

de estimaciones recientemente ofrecidas por las principales instituciones nacionales e internacionales de referencia (1,5 % de AIReF, 1,4 % del Banco de España, 1,2 % de FMI, 1 % de BBVA-Research o 0,7 % de Funcas). En este contexto, el 15 de octubre, el Gobierno envió a Bruselas el Plan Presupuestario de 2023 (PlanP-2023) conteniendo algunas novedades relevantes no incluidas inicialmente en el citado PGE-2023. Concretamente, incorpora un Escenario 2 más favorable en cuanto a evolución esperada de los ingresos públicos, tanto en 2022 como 2023.

* Universidad Rey Juan Carlos.

Como muestra el cuadro 1, el Escenario 2 estima que el total de ingresos de 2022 superará en 9.192 millones de euros a la previsión del PGE-2023. Asimismo, estima que en 2023 se ingresarán 8.238 millones de euros por encima de lo estimado en el PGE-2023. En todo caso, ambos escenarios, 1 y 2, prevén un incremento de ingresos totales entre 2022 y 2023 que se situará entre 35.000 y 36.000 millones de euros, entre el 6,2 y el 6,5 % de incremento. Por el lado del gasto, el crecimiento oscilará, aproximadamente, entre 23.700 y 24.500 millones de euros, con un crecimiento próximo al 4 %.

El Escenario 2 sitúa la presión fiscal de 2022 en el 42,9 % (frente al 42,1 % del Escenario 1), aumentando al 43,0 % en 2023 (42,3 % en el Escenario 1). Pese a ello, el Escenario 2 no introduce

cambios en los niveles de déficit previstos inicialmente en el PGE-2023 (-5,0 % en 2022 y -3,9 en 2023). De hecho, se asume que gastos e ingresos aumentarán 0,8 puntos del PIB en 2022 y 0,7 en 2023, tanto en el Escenario 1 como en el 2. En todo caso, la reducción de 1,1 puntos en la ratio déficit/PIB se explica por una elasticidad de los ingresos totales respecto al PIB próxima a la unidad frente a una elasticidad del gasto sobre el PIB ligeramente superior a 0,6.

De cumplirse las previsiones del Escenario 2, se dispondrá de 9.656 millones de euros adicionales de impuestos en 2023 que permitirían prorrogar medidas aprobadas a lo largo de 2022 y/o acometer otras nuevas para protección de empresas y familias¹. Debe tenerse en cuenta que el coste

Cuadro 1

Previsiones de ingresos y gastos del total de las administraciones públicas

(En millones de euros)

	Escenario 1			Escenario 2			Escenario 2 vs Escenario 1	
	Avance 2022 (a)	PGE-2023 (b)	Δ %	Avance 2022 (c)	PlanP-2023 (d)	Δ %	2.022 (c)-(a)	2.023 (d)-(b)
Ingresos totales	551.621	587.609	6,52	560.813	595.847	6,25	9.192	8.238
Impuestos	320.354	344.627	7,58	331.188	354.283	6,97	10.834	9.656
Gastos totales	615.718	640.189	3,97	626.176	649.889	3,79	10.458	9.700
PIB nominal	1.307.256	1.385.691	6,00	1.307.256	1.385.691	6,00	—	—
Elasticidades								
Ingresos totales	—	1,09	—	—	1,04	—	—	—
Gastos totales	—	0,66	—	—	0,63	—	—	—
Impuestos	—	1,26	—	—	1,16	—	—	—
Ratios								
Presión fiscal	42,1	42,3	+ 0,2	42,9	43,0	+ 0,1	+ 0,8	+ 0,7
Gasto público / PIB	47,1	46,2	- 0,9	47,9	46,9	- 1,0	+ 0,8	+ 0,7
Déficit público / PIB	-5,0 %	-3,9 %	-1,1	-5,0 %	-3,9 %	-1,1	0,0	0,0

Fuentes: Gobierno de España (2022a, 2022b) y elaboración propia.

¹ Un análisis comparado de las medidas aprobadas en España puede encontrarse Sgaravatti, Tagliapietra y Zachmann (2022).

estimado de los tres paquetes de medidas temporales aprobados a lo largo de 2022 es de 15.772 millones de euros, equivalentes al 1,2 % del PIB (AIReF, 2022). Incluye tanto rebajas impositivas –como la reducción del tipo de IVA del 21 % al 5 % en gas y electricidad– como instrumentos de gasto, por ejemplo, la bonificación al transporte público y a los carburantes². En consecuencia, la prórroga de esas medidas y/o la aprobación de otras nuevas afectará a las cifras de gastos y déficit recogidos en el PGE-2023³. Es probable que algunas de ellas, como la referida reducción del IVA a la energía se extiendan en 2023, cuyo coste estimado en 2022 es de 3.100 millones de euros (AIReF, 2022a). Por el contrario, con la información disponible, existen dudas sobre otras como la subvención universal a los carburantes, cuyo coste estimado en 2022 alcanzará los 6.027 millones de euros (Gobierno de España, 2022b)⁴. Precisamente, esta subvención podría perder su carácter universal para redirigirse únicamente a algunos sectores, como por ejemplo el transporte.

Una visión global de largo plazo a las cifras de ingresos y gastos contenidas en los dos documentos presupuestarios referidos anteriormente permiten extraer las siguientes conclusiones:

- Como veremos más adelante, una parte relevante del incremento de gasto de 2023 será estructural. Destacan, por su elevada magnitud, las pensiones públicas, que aumentarán cerca de 20.000 millones de euros, y los salarios públicos, alrededor de 5.000 millones. Tal incremento equivale al 1,8 % del PIB de 2023, lo que da muestras de la importancia del crecimiento de dichos gastos estructurales.
- Por el lado de los ingresos, la inflación está teniendo un efecto muy intenso sobre la recaudación. AIReF (2022b) estima que dicho impacto será del 49,3 % en 2022 (15.109 millones de euros) aumentando al 71,4 % en 2023 (17.326 millones de euros). Por figuras,

10.086 millones corresponderán en 2023 a cotizaciones sociales, 3.917 millones al IRPF y 3.324 millones al IVA. Los dos primeros serán canalizados a través de incrementos salariales. En el IVA, por su parte, a través del impacto automático de los precios sobre recaudación.

- Por otra parte, como veremos en el siguiente apartado, el grueso de las ganancias recaudatorias, resultantes de medidas que entrarán en vigor en 2023, será de carácter temporal, en lugar de ser resultado de una genuina reforma fiscal, tal como fue acordado previamente con Bruselas para el primer trimestre de 2023. La situación generada por la guerra ha derivado en una urgencia por aumentar los ingresos en 2023 para apoyar a familias vulnerables y a empresas haciendo un uso intensivo de un pequeño grupo de medidas temporales. Lejos, por tanto, del más de centenar de propuestas contenidas en el *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria* (Comité de Reforma Tributaria, 2021).

Existe una disfunción entre incrementos de recaudación en el corto plazo, con un elevado componente coyuntural debido a la inflación y a las medidas temporales aprobadas, frente al crecimiento de gastos de naturaleza estructural. Esta situación es un foco añadido de presión al deterioro del déficit estructural.

En definitiva, en el presupuesto de 2023 se observa una preocupante disfunción entre incrementos de recaudación en el corto plazo, con un elevado componente coyuntural debido a la inflación y a las medidas temporales aprobadas, frente al crecimiento de gastos de naturaleza estructural. Esta situación es un foco añadido de presión al deterioro del déficit estructural al que se enfrenta la economía

² De hecho, la bonificación de 20 céntimos sobre el precio de la gasolina no está incluida en el PGE-2023.

³ La extensión a 2023 de todas ellas tendría un coste actualizado de 1,3 puntos de PIB, equivalentes, aproximadamente, 18.000 millones de euros (AIReF, 2022a).

⁴ Bonificación de 20 céntimos por litro, de los cuales 15 son a cargo del Presupuesto del Estado y 5 de las petroleras.

Cuadro 2

Ingresos no financieros del Estado contenidos en el PGE-2023

(En millones de euros)

	2021	Avance 2022	PGE-2023	Variación 2021-2022		Variación 2022-2023	
	(a)	(b)	(c)	(b)-(c)	Δ %	(c)-(b)	Δ %
IRPF	94.546	105.040	113.123	10.494	11,1	8.083	7,7
Impuesto sobre sociedades	26.627	26.483	28.519	-144	-0,5	2.036	7,7
IVA	72.498	81.312	86.093	8.814	12,2	4.781	5,9
Impuestos especiales	19.729	20.591	22.287	862	4,4	1.696	8,2
Impuestos directos	124.582	134.607	145.972	10.025	8,0	11.365	8,4
Impuestos indirectos	96.814	107.563	114.756	10.749	11,1	7.193	6,7
Ingresos tributarios	223.385	244.072	262.781	20.687	9,3	18.709	7,7
Ingresos no tributarios	49.532	45.951	44.664	-3.581	-7,2	-1.287	-2,8
Total I. No financieros	272.917	290.023	307.445	17.106	6,3	17.422	6,0
Total I. No financieros excluidos fondos UE	253.881	270.671	289.333	16.790	6,6	18.662	6,9

Fuente: Gobierno de España (2022a).

española desde 2018. Urge la necesidad de afrontar las políticas de gastos e ingresos públicos con una visión menos cortoplacista, con criterios tanto de equidad como de eficiencia, que permitan hacer frente a *shocks* que a buen seguro estarán por venir, como inesperadamente ocurrieron en 2008, 2020 o actualmente en 2022.

Ingresos del Estado: medidas comprometidas en 2023

Como muestra el cuadro 2, el PGE-2023 prevé un crecimiento de los ingresos no financieros del Estado del 6,9 %, alcanzando los 289.333 millones de euros (18.662 millones de aumento). Los ingresos tributarios aumentarán en 18.709 millones de euros en 2023, donde los impuestos directos aportan el 60,7 % de dicho aumento y los indirectos el 38,3 % restante. Por figuras impositivas, el mayor

incremento recaudatorio en términos absolutos corresponde al IRPF con 8.083 millones de euros (aumento del 7,7 %), seguido de IVA con 4.781 millones (5,9 %), impuesto de sociedades que aumentará en 2.036 millones (7,7 %) e impuestos especiales en 1.696 millones (8,2 %). Estas previsiones se sustentan en un aumento en los precios de consumo del 4,1 % y en un incremento de la demanda nacional del 2,4 %.

Como veremos seguidamente, el PGE-2023 combina cambios de diferente calado en las principales figuras tributarias, con la entrada en vigor de nuevos gravámenes⁵. Estas medidas, de carácter esencialmente temporal, quedan lejos de cumplir con el compromiso de reforma fiscal acordado con Bruselas, estando este hito ligado a un desembolso de 7.000 millones de fondos europeos. Además, los cambios introducidos sobre las figuras vigentes tienen un carácter continuista, acorde

⁵ En España, las leyes de presupuestos no pueden crear nuevas figuras tributarias.

con el tradicional parcheo al que regularmente se somete al sistema impositivo español. La situación económica generada por la guerra, unido a que la legislatura se encuentra en su etapa final –salvo elecciones anticipadas finalizará en noviembre de 2023– hacen prácticamente improbable la aprobación de una genuina reforma fiscal en 2023. No obstante, esta era parte del Componente 28 del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR).

El grueso de la mejora recaudatoria generada por los cambios normativos aprobados para 2023 se concentra en un reducido grupo de medidas: los nuevos gravámenes sobre los sectores financiero y de energía, la limitación al 50 % de la compensación de pérdidas entre matriz y filial o el impuesto de solidaridad de las grandes fortunas.

Como se puede ver en el cuadro 3, el grueso de la mejora recaudatoria generada por los cambios normativos aprobados para 2023 se concentra en un reducido grupo de medidas: los nuevos gravámenes sobre los sectores financiero y de energía, la limitación al 50 % de la compensación de pérdidas entre matriz y filial o el impuesto de solidaridad de las grandes fortunas. No obstante, el impuesto de solidaridad podría formar parte definitiva del sistema impositivo dentro de dos años, tal como se contempla en el PlanP-2023. Las ganancias brutas de recaudación consecuencia de esas medidas serán de 4.026 millones de euros en 2023 y 7.888 millones en 2024. No obstante, las ganancias netas de recaudación, una vez descontado el coste de las rebajas impositivas en vigor también desde 2023, serán de 2.712 millones en 2023 y de 5.297 millones de euros en 2024. En otras palabras, el peso de las medidas temporales en la ganancia recaudatoria bruta es del 92,9 % en 2023 y del 92,6 % en 2024.

Impuesto sobre la renta de las personas físicas

La inflación, especialmente cuando se manifiesta con la intensidad de 2022, tiene un efecto directo sobre la capacidad económica de los hogares. Algunos países, entre los que no se encuentra España, como Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica, Dinamarca, Suecia y Noruega, además de Estados Unidos, corrigen periódicamente los tramos de la tarifa (Bunn, 2022)⁶. La corrección de la progresividad en frío es procedente incluso en periodos con bajas tensiones inflacionistas ya que el efecto sobre la carga impositiva es acumulativo en el tiempo. No obstante, cerca de la mitad de las comunidades autónomas de Régimen Común, haciendo uso de sus competencias, han anunciado medidas de diferente alcance de revisión de la tarifa autonómica del impuesto –Andalucía, Castilla y León, Comunidad Valenciana, Galicia, Madrid, Murcia y Aragón⁷.

El PGE-2023 focaliza la corrección de la inflación únicamente sobre las rentas salariales más bajas. Para ello, se eleva el umbral que exime a los salarios de pagar impuestos desde 14.000 hasta 15.000 euros brutos. Por otra parte (ver cuadro 4), se revisa al alza la reducción decreciente existente para este tipo de rendimientos, del que se benefician contribuyentes con rentas netas del trabajo inferiores a 19.747,5 euros (21.000 brutos). Este nuevo umbral se encuentra muy próximo a la media de rendimientos netos del trabajo que en 2020 se situó en 20.999 euros (Agencia Tributaria, 2022). De esta medida se han excluido como potenciales beneficiarios a los contribuyentes de rentas medias, en sentido amplio, con bases imposables comprendidas entre 21.000 y 60.000 euros. Este rango de contribuyentes concentra el 54,9 % de todas las declaraciones y aportan el 60,8 % de la recaudación.

En sentido contrario, el presupuesto elevará la tributación de las rentas del ahorro incrementando la carga fiscal para bases superiores a 200.000 euros, que pasarán a tributar al 27 % (antes al 26 %). Asimismo, se introduce un nuevo tramo

⁶ En España se aplicó una corrección discrecional en la tarifa en los años 2005 y 2006. La deflatación aplicada fue del 2 % en un contexto de tasas de inflación que rondaban el 3 %.

⁷ Otras, como Castilla-La Mancha, han optado por deducciones autonómicas.

Cuadro 3

Impacto recaudatorio de los cambios normativos aprobados en el PGE-2023

(En millones de euros)

	2023	2024	¿Medida temporal?
IRPF			
Aumento del umbral de tributación y reforma de la reducción por rendimientos netos del trabajo	- 1.290	- 1.891	NO
Aumento tipo de gravamen del ahorro	—	+ 204	NO
Extensión deducción por hijos de 0 a 3 años	—	- 200	NO
Rebaja rendimiento de módulos	—	- 184	NO
Impuesto sobre sociedades			
Reducción tipo de gravamen a empresas pequeñas	—	-292	NO
Compensación de pérdidas de matriz-filial al 50 %	+ 244	+ 2.439	SI
IVA			
Reducción tipo de productos de higiene femenina	- 24	- 24	NO
Impuestos especiales			
Impuesto sobre plásticos de un solo uso	+ 282	+ 375	NO
Otros nuevos gravámenes			
Prestación patrimonial entidades financieras	+ 1.500	+1.500	SI
Prestación patrimonial empresas energéticas	+ 2.000	+ 2.000	SI
Impuesto a la solidaridad de las grandes fortunas	—	+ 1.370	SI
Total			
(+) Ganancia recaudatoria bruta	+ 4.026	+7.888	—
(-) Costes recaudatorios por rebajas impositivas	-1.314	-2.591	—
(=) Ganancia recaudatoria neta	+2.712	+5.297	—

Fuentes: Gobierno de España (2022a), AIReF (2022a).

para rendimientos superiores a 300.000 euros que soportarán un marginal del 28 %. Esta medida afectará previsiblemente a 17.814 grandes inversores, con un impacto de 11.500 euros de media por contribuyente. Asimismo, se extiende la deducción de 1.200 euros anuales por cada hijo de 0 a 3 años a todas las madres, sean o no trabajadoras. Por último, el PGE-2023 contempla una reducción de 5 puntos en los módulos de los autónomos cuyo rendimiento neto se calcula con un procedimiento simplificado.

Impuesto sobre sociedades

Se reduce el tipo estatutario a las sociedades con una cifra de negocios inferior a un millón de

euros, que pasará del tipo general del 25 % al 23 %. Esta reducción podría beneficiar a más de 400.000 pequeñas sociedades. De acuerdo con los datos contenidos en INE (2022), hasta 161.000 microempresas industriales con menos de diez asalariados podrían beneficiarse de esta medida, con una factura media inferior a 240.000 euros. La rebaja de umbral de tributación puede resultar adecuada en una situación de deterioro económico y fuerte incertidumbre como el actual. Sin embargo, el mantenimiento *ad-infinitum* de este tipo de umbrales incentiva comportamientos estratégicos con efectos negativos sobre el crecimiento, productividad y supervivencia de las empresas (Tsuruta, 2020). Precisamente por ello, el tipo reducido para pymes fue eliminado en

Cuadro 4

Cambios en la reducción por rendimiento neto del trabajo (RN)

(En euros)

Reducción vigente hasta 2022		Reducción aprobada en el PGE-2023	
RN ≤ 13.115	5.565	RN ≤ 14.047,5	6.498
13.115 < RN ≤ 16.825	5.565 - (RN - 13.115) * 1,5	14.047,5 < RN ≤ 19.747,5	6.498 - (RN - 14.047,5) * 1,14
RN > 16.825	0	RN > 19.747,5	0

Fuente: Gobierno de España (2022c).

2014⁸. Asimismo, con efectos en 2023 y 2024, se limitará en un 50 % la compensación de pérdidas entre matriz y filial afectando a alrededor de 3.600 grandes grupos empresariales.

Impuesto sobre el valor añadido

El PGE-2023 incluye una reducción del tipo de IVA a productos de higiene femenina, desde el 10 % actual hasta el 4 %. Esta clase de medidas se aplican ya en otros países europeos como Reino Unido, donde son gravadas a tipo cero, o Italia, donde han pasado a estar gravados al 4 % como en España. Esta rebaja impositiva tiene dos fuentes de crítica. Primero, generan el mismo ahorro impositivo a todos los hogares con independencia de su capacidad económica. Debe advertirse que esta crítica es igualmente aplicable a las rebajas en el tipo de IVA al gas y a la electricidad aprobadas para suavizar los efectos de la crisis. Segundo, todas estas rebajas impositivas, sean temporales o permanentes, ahondan en el elevado volumen de gastos fiscales que generan los tipos reducidos de IVA (AIReF, 2020).

Impuestos a entidades financieras y empresas del sector energético

En 2023 y 2024, las entidades del sector financiero con más de 800 millones de facturación serán

sometidas a un nuevo gravamen sobre su margen bruto de explotación (comisiones + intereses) sobre el que se aplicará un tipo del 4,8 %. El diseño de este gravamen resulta llamativo por varias razones. Primero, se ampara en el paraguas normativo de Prestación patrimonial pública, aunque cumple con los rasgos propios de un impuesto⁹. Segundo, prohíbe expresamente su repercusión económica a otros agentes económicos, lo que resulta sorprendente en una economía de mercado como la que rige la Unión Europea. Tercero, designa al Banco de España como entidad encargada de verificar la posible traslación del impuesto, con multas que alcanzan un 150 % del gravamen trasladado. En este contexto, el pasado 3 de noviembre, el Banco Central Europeo (BCE) emitió un dictamen no vinculante que cuestiona, como era previsible, diferentes aspectos del impuesto como, específicamente, la prohibición de trasladar la carga impositiva. En este sentido, el BCE ha instado al gobierno a examinar las potenciales consecuencias negativas sobre la estabilidad financiera, concesión de créditos y crecimiento de la economía antes de su aprobación. No obstante, al cierre de este artículo, el gobierno no tiene previsto introducir cambios a resultados del citado dictamen.

Por otra parte, el nuevo gravamen sobre los operadores de los sectores energéticos —electricidad, gas, petróleo— comparte la esencia de procedimiento del gravamen a la banca descrito anteriormente con las dos siguientes particularidades. Primero, se gravará

⁸ En este sentido, los tipos reducidos existentes actualmente en el impuesto sobre sociedades para emprendedores y empresas de nueva creación tienen un límite temporal de dos años.

⁹ Esto es, coactividad y no afectación de la recaudación, que se destinará sin concreción alguna a los más desfavorecidos. Con esta fórmula, el Gobierno trata de evitar entrar en conflicto con la capacidad normativa de las comunidades autónomas.

a empresas con una facturación superior a 1.000 millones aplicando un tipo de gravamen del 1,2 % sobre la cifra de negocios. Segundo, será la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia la encargada de colaborar con el procedimiento sancionador en caso de traslación del impuesto.

Impuesto de solidaridad de las grandes fortunas

En los ejercicios 2023 y 2024, se aplicará un impuesto sobre la riqueza para patrimonios netos superiores a 3 millones de euros. Se gravará con un tipo del 1,7 % a los patrimonios de 3 a 5 millones de euros; del 2,1 % cuando se sitúe en el rango de 5 a 10 millones y, por último, del 3,5 % si supera los 10 millones. Este nuevo tributo comparte el objeto de gravamen con el Impuesto sobre el patrimonio, cedido a las comunidades autónomas, lo que podría plantear problemas de litigiosidad entre administraciones. La cuota es deducible del impuesto sobre el patrimonio excepto en las comunidades autónomas donde dicho impuesto está bonificado al 100 % en su cuota íntegra, como es el caso de Madrid y Andalucía. La deducibilidad permite evitar la doble imposición al tiempo que fuerza la tributación sobre la riqueza en las comunidades donde el impuesto está bonificado, lo que podría llevar a futuros recursos ante el Tribunal Constitucional.

Impuesto sobre plásticos de un solo uso

De manera permanente, a partir de 2023 se introduce un impuesto a la fabricación o importación de plástico no reutilizable. Se aplicará un gravamen de 0,45 euros por kilogramo que, previsiblemente, será soportado por los consumidores finales. Este tributo forma parte de los impuestos ambientales, cuyo peso en la economía española se encuentre entre los más bajos de la Unión Europea (Eurostat, 2021).

Gasto público: evolución esperada de las principales rúbricas

El cuadro 5 sintetiza las cifras de gasto de los Presupuestos Generales del Estado Consolidados,

excluidas, por tanto, comunidades autónomas y corporaciones locales. El gasto público se situará en 2023 en 455.978 millones de euros con un crecimiento esperado del 7,6 % (32.142 millones adicionales de gasto). La rúbrica más importante de esta clasificación funcional corresponde al gasto social cuyo peso relativo se elevará desde el 56,7 % en 2022 al 58,5 % en 2023, si bien el 74,2 % de ese incremento será generado por las pensiones. La partida de pensiones públicas absorberá el 41,8 % del presupuesto, seguida de transferencias a otras administraciones públicas (14,5 %), intereses de la deuda (6,9 %) y otras prestaciones económicas (4,9 %) y prestaciones por desempleo (4,7 %).

Asimismo, los fondos europeos aportarán 30.008 millones de euros —que suponen un 6,2 % del total del gasto público. Las partidas más importantes de estos fondos corresponderán a actividades de I+D y digitalización (25,5 %), industria y energía (19,7 %) e infraestructuras (15,5 %). Deben destacarse los recursos destinados a los 11 Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE) aprobados por el gobierno, entre los que destacan los dedicados a fabricación de chips, energías renovables, vehículo eléctrico, sector agroalimentario, salud de vanguardia y descarbonización de la industria. A pesar de la importancia de estos fondos, la inversión ejecutada (o en proceso) alcanza solamente al 21,6 % del total previsto, estando en algunos casos en fases muy incipientes, como por ejemplo en los chips o la economía circular (Funcas, 2022). Es evidente, que existen problemas de cuellos de botella en la gestión de estos fondos que están retrasando en exceso su aplicación. Por otra parte, un 25,7 % de los fondos europeos se destinarán a gasto social.

Las pensiones públicas alcanzarán una cifra histórica de 190.687 millones de euros en 2023, con un incremento respecto de 2022 de 19.547 millones de euros (11,4 %). Existen varios factores que explican este fuerte crecimiento entre los que destacamos dos. Primero, según las recomendaciones del Pacto de Toledo, todas las pensiones públicas se revalorizarán según la inflación interanual del índice de precios de consumo en una cuantía que será próxima al 8,5 %. El coste por cada punto de

Cuadro 5

Presupuestos Generales del Estado Consolidados en 2023: principales agregados

(En millones de euros)

Capítulos I a VIII	2022		2023		Δ (b) - (a)	Δ [(b)-(a)]/(a)
	(a)	peso	(b)	peso		
1. Servicios públicos básicos	24.141	5,7	27.395	6,0	3.254	13,5
Defensa	9.763		12.317		2.554	26,0
2. Protección y promoción social	230.450	54,4	255.531	56,0	25.081	10,9
Pensiones	171.140	40,4	190.687	41,8	19.547	11,4
Desempleo	22.457	5,3	21.278	4,7	-1.179	-5,3
Otras prestaciones económicas	20.974	4,9	22.299	4,9	1.325	6,3
Promoción social	4.878	1,2	5.743	1,2	865	17,7
Fomento del empleo	6.836	1,6	7.443	1,6	607	8,8
Resto de prestaciones	4.165	1,0	8.081	1,7	3.916	94,0
3. Bienes públicos preferentes	9.925	2,3	11.188	2,5	1.263	12,7
Sanidad	5.273	1,2	5.511	1,2	238	4,5
Educación	3.419	0,8	4.164	0,9	745	21,8
Cultura	1.234	0,3	1.513	0,3	279	22,6
4. Actuaciones de carácter económico	33.468	7,9	35.894	7,9	2.426	7,2
Agricultura, pesca y alimentación	8.342	2,0	8.414	1,8	72	0,9
Industria y energía	5.837	1,4	5.681	1,2	-156	-2,7
Comercio, turismo y pyme	962	0,2	841	0,2	-121	-12,6
Subvenciones al transporte	2.721	0,6	3.419	0,7	698	25,7
Infraestructuras	7.042	1,7	8.116	1,8	1.074	15,3
Investigación, desarrollo e innovación	7.880	1,9	8.673	1,9	793	10,1
Otras actuaciones	684	0,2	750	0,2	66	9,6
5. Actuaciones de carácter general	125.852	29,7	125.970	27,6	118	0,1
Deuda pública	30.175	7,1	31.275	6,9	1.100	3,6
Transferencias a otras administraciones	62.839	14,8	66.052	14,5	3.213	5,1
Resto de actuaciones	32.838	7,7	28.643	6,3	-4.195	-12,8
Gasto social (2+3)	240.375	56,7	266.719	58,5	26.344	11,0
Total gasto sin fondos UE	423.836	100,0	455.978	100,0	32.142	7,6
Total fondos UE ¹	27.633	—	30.008		2.375	8,6
Total gasto con fondos UE	451.469	—	485.986		34.517	7,6

Notas: (1) Fondos del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) y Ayuda a la Recuperación para la Cohesión y los Territorios de Europa (React-EU).

Fuente: Gobierno de España (2022a).

revalorización ha sido estimado en 1.800 millones de euros (Banco de España, 2022b). En consecuencia, el coste en pensiones generado tan solo por la inflación se situará en 2023 en alrededor de 15.300 millones de euros. Desde algunas instituciones, como por ejemplo el Banco de España, se defiende con acierto que la revalorización de las pensiones debería haber tenido cierto carácter asimétrico focalizándose en las pensiones más bajas, especialmente en un contexto donde la inflación se mantendrá alta por algún tiempo. Todo ello como parte de un pacto de rentas en el que habría de incluirse al resto de agentes económicos. Un segundo factor del crecimiento es la tendencia creciente tanto del número de pensionistas por efecto del *baby boom* –actualmente, existen 9,95 millones de pensiones contributivas– como de la pensión media –1.257 euros en el caso de las pensiones de jubilación (INSS, 2022)¹⁰. Por otra parte, los salarios públicos podrían aumentar hasta un 3,5 % en 2023 elevando el gasto de esta partida en 4.900 millones de euros. El Banco de España (2022b) estima en 1.400 millones de euros anuales el incremento en los salarios públicos por cada punto de subida. En definitiva, el incremento del gasto estructural derivado de pensiones y salarios públicos estará próximo a los 25.000 millones de euros en 2023 (aproximadamente, el 1,8 % del PIB).

El aumento del gasto estructural derivado de pensiones y salarios públicos estará próximo a los 25.000 millones de euros en 2023, aproximadamente el 1,8 % del PIB.

El gasto en prestaciones por desempleo se reducirá en 2023 un 4,7 %, dejando el gasto en 21.278 millones de euros. En este sentido, el PGE-2023 estima que se reducirán los beneficiarios de la prestación contributiva de desempleo en una cifra superior a las 95.000 personas. El nivel de desempleo estimado en el PGE-2023 es del 12,2 %, inferior al 12,8 % estimado por AIReF o el 12,9 % del Banco

de España. Por tanto, el gasto en desempleo podría estar infraestimado en al menos 1.500 millones de euros. Asimismo, el gasto destinado al fomento del empleo aumentará un 8,8 % situándose en 2023 en 7.443 millones de euros. De esa cantidad, 4.069 millones (54,6 %) irán destinados a la incentivación de la contratación de jóvenes y parados de larga duración y 3.244 millones (44,3 %) a la formación profesional de los trabajadores. Dentro de los gastos sociales, debe destacarse el incremento de 600 millones de euros destinados a la atención de la dependencia, con un aumento en el último trienio de 1.773 millones de euros. En la rúbrica otras prestaciones económicas se incluye el ingreso mínimo vital (IMV) cuyo fin es prevenir la pobreza y la exclusión social. Su coste se elevará en 2023 un 2,5 % alcanzando los 3.097 millones de euros en 2023. Del IMV se benefician cerca de 1,5 millones de personas (523.486 hogares) de las que el 42,5 % son menores de edad (MISSM, 2022). No obstante, la cobertura de esta prestación sigue estando muy por debajo de los 850.000 hogares que el gobierno estimó inicialmente como potenciales beneficiarios de la prestación.

El gasto en intereses de la deuda aumentará un 6,9 %, situándose en 31.275 millones de euros en 2023 con un peso del 2,2 % del PIB. El PGE-2023 estima que la deuda crecerá en términos absolutos desde 1,505 billones de euros en 2022 a 1,557 en 2023 aun cuando se estima una reducción en la ratio deuda/PIB desde el 115,2 % al 112,4 %. Este incremento en el volumen de deuda (alrededor de 52.000 millones de euros), unido a la necesidad de refinanciación de parte del *stock* a tipos más elevados por el giro de la política monetaria explica la mayor carga financiera esperada en 2023. En este sentido, la vida media de la deuda se sitúa actualmente en 7,9 años con un tipo de interés medio de 1,63 % aunque se ha elevado entre enero y septiembre en 0,084 puntos.

En el contexto generado por la guerra de Ucrania, el gasto en defensa aumentará en 2023 hasta 12.317 millones de euros frente a 7.917 en

¹⁰ Para garantizar el sistema de pensiones, a partir de 2023 se fija una cotización adicional finalista para nutrir el Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

2022. Este incremento del 26 % permitirá acercarse al compromiso adquirido con la OTAN de elevar el gasto hasta el 2 % del PIB. Este incremento de gasto tendrá efectos directos sobre el aumento de empleo en este sector. En este sentido, el PGE-2023 estima que las 509 empresas registradas en el Ministerio de Defensa generarán 167.000 empleos directos además de 240.000 inducidos. Para finalizar, la inversión en infraestructuras aumentará un 15,3 % hasta alcanzar 8.116 millones de euros, esta cifra se verá ampliada con 4.519 millones procedentes del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR). Entre los gastos más relevantes por su cuantía destacan los 5.408 millones destinados a infraestructuras ferroviarias –de los cuales 2.514 millones en alta velocidad–, 2.291 millones a carreteras, 1.114 millones a inversiones hidrológicas, 1.065 millones a puertos y 263 millones a costas y actuaciones medioambientales.

Referencias

- AEAT. (2022). *Estadística de los Declarantes de IRPPF*. Disponible en: https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Estadistica_de_los_declarantes_del_IRPF.shtml
- AIREF. (2020). Estudio de los beneficios fiscales. Disponible en: https://www.airef.es/wp-content/uploads/2020/10/Docus_Varios_SR/Estudio_Beneficios_Fiscales_Spending_Review.pdf
- AIREF. (2022a). Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las administraciones públicas: presupuestos generales del estado 2023. Informe 49/22. Disponible en: https://www.airef.es/wp-content/uploads/2022/10/CONGRESO/Informe-sobre-los-Presupuestos-Generales-del-Estado-2023_web.pdf
- AIREF. (2022b). Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las administraciones públicas 2023: Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales. Informe 52/22. Disponible en: https://www.airef.es/wp-content/uploads/2022/10/LINEAS_FUNDAMENTALES/Informe-Plan-Presupuestario-2023_web-20221028.pdf
- BANCO DE ESPAÑA. (2022a). Informe de proyecciones de la Economía Española. Disponible en: <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/analisis-economico-e-investigacion/proyecciones-macro/relacionados/boletin-economico/informes-de-proyecciones-de-la-economia-espanola/>
- BANCO DE ESPAÑA. (2022b). Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados en relación con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2023. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/IIPPP-2022-10-17-hdc.pdf>
- BBVA-Research. (2022). Situación de España, octubre 2022. Disponible en: <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/situacion-espana-octubre-2022/>
- BUNN, D. (2022). *Inflation and Europe's personal income taxes*. Tax Foundation. Disponible en: <https://taxfoundation.org/income-tax-inflation-adjustments-europe/>
- COMITÉ DE PERSONAS EXPERTAS PARA ELABORAR EL LIBRO BLANCO SOBRE LA REFORMA TRIBUTARIA. (2022). *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria*. Disponible en: https://www.ief.es/docs/investigacion/comiteexpertos/LibroBlancoReformaTributaria_2022.pdf
- EUROSTAT. (2021). *Taxation trends in the European Union*. Disponible en: file:///C:/Users/Alvaro/OneDrive/%20-%20Universidad%20Rey%20Juan%20Carlos/_A_ESCUELA%20DE%20DOCTORADO/Jornadas%20supervision%20Junio%202020/taxation%20trends%20in%20the%20european%20union-KPDU21001ENN.pdf
- Funcas. (2022). Previsiones económicas para España 2022-2023. Disponible en: <https://www.funcas.es/textointegro/previsiones-economicas-para-espana-2022-2023-1022/>
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2022a). Presentación de los Presupuestación Generales del Estado 2023, libro Amarillo. Disponible en: <https://www.sepg.pap.hacienda.gob.es/sitios/sep/g/es-ES/Presupuestos/PGE/ProyectoPGE2023/Documents/LIBROAMARILLO2023.pdf>
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2022b). Plan Presupuestario 2023. Disponible en: <https://www.hacienda.gob.es/CDI/EstrategiaPoliticaFiscal/2023/Plan-Presupuestario-2023-ES.pdf>

GOBIERNO DE ESPAÑA. (2022c). Proyecto de Presupuestos del Estado 2023. Articulado de la Ley – Serie Roja. Disponible en: https://www.sepg.pap.hacienda.gob.es/Presup/PGE2023Proyecto/MaestroDocumentos/PGE-ROM/N_23_A_R.htm

IMF. (2022). *World Economic Outlook. Countering the cost of living crisis*. October. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022#:~:text=The%20IMF%20forecasts%20global%20growth,acute%20phase%20of%20the%20pandemic>.

INE. (2022). *Encuesta estructural de empresas: sector industrial*. Disponible en: <https://www.ine.es/dynt3/inebase/es/index.htm?padre=6600&capsel=6601>

INSS. (2022). Pensiones contributivas del Sistema de la Seguridad Social en vigor a 1 de Octubre de 2022. Disponible en: <https://www.seg-social.es/wps/wcm/connect/>

[wss/a2dd3686-d4f4-48f3-b029-5b70a667fd11/S202210.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=linktext&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_2G50H38209D640QTQ57OVB2000-a2dd3686-d4f4-48f3-b029-5b70a667fd11-ogH7WXZ](https://www.inclusion.gob.es/web/guest/w/mas-de-523.000-hogares-han-recibido-el-ingreso-minimo-vital)

MISSM. (2022). Beneficiarios ingreso mínimo vital. Disponible en: <https://www.inclusion.gob.es/web/guest/w/mas-de-523.000-hogares-han-recibido-el-ingreso-minimo-vital> #~:text=El%20Ingreso%20M%C3%ADnimo%20Vital%20ha,Social%20hasta%20finales%20de%20octubre.

SGARAVATTI, G., TAGLIAPIETRA, S. y Zachmann, G. (2022). *National fiscal policy responses to the energy crisis*. Bruegel. Disponible en: <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>

TSURUTA, D. (2020). SME policies as a barrier to growth of SMEs. *Small Business Economics*, 54, pp. 1067-1106.

El presupuesto de la Seguridad Social para 2023

Eduardo Bandrés Moliné*

La revalorización de las pensiones contributivas es el principal factor de crecimiento del gasto de la Seguridad Social en 2023 que, contando con el aumento del número de pensionistas y de la pensión media, podría desbordar las previsiones contenidas en los Presupuestos. Por el lado de los ingresos, la novedad más relevante es la aplicación, por primera vez, de una cotización adicional del 0,6 % sobre la base de contingencias comunes, que corresponde al denominado mecanismo de equidad intergeneracional. La separación de fuentes entre prestaciones contributivas y no contributivas, en cumplimiento del Pacto de Toledo, y la contribución al equilibrio presupuestario se garantizan con las aportaciones del Estado, que ya representan más del 20 % de los ingresos no financieros. El déficit nominal previsto para 2023 es de 7.199 millones de euros, que se cubre con un nuevo préstamo del Estado. Sin embargo, el déficit total del bloque contributivo del sistema de Seguridad Social podría alcanzar los 25.000 millones de euros, equivalentes a un 1,8 % del PIB.

El Presupuesto de la Seguridad Social para 2023 contiene un gasto no financiero de 199.282 millones de euros, con un incremento del 7,3 % respecto a la previsión de liquidación del presupuesto de 2022, que se estima en 185.654 millones. Se trata de un crecimiento que pivota principalmente sobre las pensiones contributivas, que aumentan un 9,7 % hasta situarse en 166.777 millones de euros: el 83,7 % del presupuesto de la Seguridad Social para 2023. En las restantes partidas de gasto destaca un descenso del 13,0 % en incapacidad temporal (hasta situarse en 11.764 millones), que fue objeto de una modificación presupuestaria al alza en 2022 para cubrir la prestación por procesos derivados del

COVID-19, y una ampliación de las transferencias a las comunidades autónomas para atención a la dependencia de un 21,4 % (quedándose en 3.522 millones). A su vez, como novedad en las operaciones financieras se recupera la aportación al Fondo de Reserva por un importe de 2.957 millones de euros (cuadro 1).

Por el lado de los ingresos, las cotizaciones sociales aumentan un 8,4 % sobre la previsión de liquidación de 2022, alcanzando una cifra de recaudación total de 152.075 millones de euros (el 79,2 % de todos los ingresos no financieros), si bien 2.793 millones corresponden al nuevo mecanismo

* Universidad de Zaragoza y Funcas.

Cuadro 1

Presupuesto consolidado de la Seguridad Social. Gastos

(Millones de euros)

	Presupuesto 2022	Previsión liquidación 2022	Presupuesto 2023	Variación	
				P2023/P2022 (%)	P2023/PL2022 (%)
Gastos de personal	2.663,1	2.573,0	2.749,9	3,3	6,9
Gastos corrientes en bienes y servicios	1.592,5	1.594,0	1.672,4	5,0	4,9
Gastos financieros	36,7	29,1	31,9	-13,1	9,4
Transferencias corrientes	175.166,3	181.087,4	194.369,0	11,0	7,3
Pensiones contributivas	149.970,9	152.038,0	166.776,9	11,2	9,7
Incapacidad temporal	10.818,1	13.520,0	11.764,3	8,7	-13,0
Otras transferencias corrientes	14.377,3	15.529,4	15.827,8	10,1	1,9
Operaciones de capital	351,5	371,0	459,3	30,7	23,8
Suma gastos no financieros	179.810,1	185.654,5	199.282,5	10,8	7,3
Dotaciones al Fondo de Reserva	0,0	0,0	2.793,2		
Resto de operaciones financieras	1.255,1	1.254,4	2.114,2	68,4	68,5
Presupuesto consolidado de gastos	181.065,2	186.908,9	204.189,8	12,8	9,2

Fuentes: Informe Económico-Financiero a los Presupuestos de la Seguridad Social de 2023 y presentación de los Presupuestos por el Secretario de Estado de la Seguridad Social y Pensiones.

de equidad intergeneracional, creado para su traspaso al Fondo de Reserva en sustitución del anterior factor de sostenibilidad. Si se detrae esta cotización adicional (el 0,6 % sobre la base por contingencias

comunes), el crecimiento homogéneo de las cotizaciones baja dos puntos porcentuales hasta el 6,4 %. El segundo concepto más importante entre los ingresos son las transferencias corrientes del Estado,

Cuadro 2

Presupuesto consolidado de la Seguridad Social. Ingresos

(Millones de euros)

	Presupuesto 2022	Previsión liquidación 2022	Presupuesto 2023	Variación	
				P2023/P2022 (%)	P2023/PL2022 (%)
Cotizaciones sociales	136.344,7	140.261,2	152.075,0	11,5%	8,4%
Transferencias corrientes del Estado	36.182,9	36.406,0	38.722,4	7,0%	6,4%
Resto ingresos no financieros	1.111,9	1.202,0	1.285,9	15,6%	7,0%
Suma ingresos no financieros	173.639,5	177.869,2	192.083,3	10,6%	8,0%
Préstamo del Estado	6.981,6	6.981,6	10.003,8	43,3%	43,3%
Resto de operaciones financieras	444,2	2.100,5	2.102,7	373,4%	0,1%
Presupuesto consolidado de ingresos	181.065,3	186.951,3	204.189,8	12,8%	9,2%

Fuentes: Informe Económico-Financiero a los Presupuestos de la Seguridad Social de 2023 y presentación de los Presupuestos por el Secretario de Estado de la Seguridad Social y Pensiones.

Cuadro 3

Prestaciones económicas de la Seguridad Social en el Presupuesto para 2023

	Millones de euros	Porcentaje
Prestaciones económicas contributivas		
Pensiones contributivas (sin complemento a mínimos)	159.526,5	83,8
Incapacidad temporal	11.764,3	6,2
Nacim. y cuidado menor, riesgos embarazo y lactancia, cuidado menores enfermos	3.669,1	1,9
Por cese de actividad de trabajadores autónomos	51,1	0,0
Otras prestaciones económicas	668,2	0,4
SUMA CONTRIBUTIVAS	175.679,2	92,3
Prestaciones económicas no contributivas		
Complementos a mínimos y otros	7.250,4	3,8
Pensiones no contributivas (1)	3.006,4	1,6
Ingreso mínimo vital (1)	3.040,0	1,6
Prestaciones familiares y otras prestaciones	1.326,5	0,7
SUMA NO CONTRIBUTIVAS	14.623,3	7,7
TOTAL PRESTACIONES ECONÓMICAS	190.302,5	100,0

Nota: (1) Incluye transferencias a País Vasco y Navarra

Fuente: Informe Económico-Financiero a los Presupuestos de la Seguridad Social de 2023.

que en el presupuesto de 2023 suman 38.722 millones de euros (20,2 % del total de ingresos no financieros), con un aumento del 6,4 % en comparación con la previsión de liquidación de 2022. En conjunto, por tanto, los ingresos no financieros crecen un 8,0 %, aunque sería un 6,4 % sin la cotización del mecanismo de equidad intergeneracional (cuadro 2).

El resultado final del gasto en pensiones contributivas en 2023 podría ser superior al presupuestado en más de 3.100 millones de euros, situándose en unos 169.900 millones.

El saldo del presupuesto para 2023 anticipa un déficit de -7.199 millones de euros, ligeramente inferior al déficit de la previsión de liquidación de 2022 que es -7.785 millones. Pero si de los ingresos presupuestados para 2023 se resta la cotización vinculada al mecanismo de equidad intergeneracional,

destinada al Fondo de Reserva, el déficit del presupuesto aumentaría hasta -9.992 millones de euros.

El núcleo principal de las funciones de la Seguridad Social se conforma alrededor de las prestaciones económicas que, tomando exclusivamente el importe de las transferencias corrientes a que dan lugar y sin tener en cuenta por tanto los gastos de gestión asociados a las mismas, suman un total de 190.302 millones de euros en el presupuesto de 2023, es decir, el 95,5 % de todo el gasto no financiero (cuadro 3). El resto del gasto se destina a financiar servicios sociales, con especial dedicación a los relacionados con la promoción de la autonomía personal y atención a la dependencia; asistencia sanitaria de las mutuas colaboradoras con la Seguridad Social, del INGESA y del Instituto Social de la Marina; y finalmente, servicios comunes y tesorería.

La revalorización de las prestaciones económicas, y muy especialmente de las pensiones por el volumen que representan, es la causa principal del

aumento del gasto de la Seguridad Social en 2023. Tanto las pensiones contributivas, como las no contributivas y el ingreso mínimo vital, se revalorizan con arreglo a la tasa media de inflación interanual de los doce meses anteriores a diciembre de 2022. En el momento de escribir estas líneas, las previsiones de Funcas sitúan dicha tasa en el 8,5 %. Si, como señala el Libro Amarillo de los Presupuestos 2023, la liquidación final del año 2022 arroja un resultado de 152.038 millones de euros de gasto en pensiones contributivas (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2022, p. 162), la aplicación del porcentaje de revalorización del 8,5 % a la nómina correspondiente al mes de diciembre de 2022 llevaría el gasto de 2023 a la cifra contemplada en los presupuestos de 2023, unos 166.700 millones de euros. Pero aún existen otros dos factores que deben tenerse en cuenta para estimar el gasto total: el aumento del número de pensionistas, que puede cifrarse en un 1 % a la vista de su evolución más reciente, y el de la pensión media, que con una estimación conservadora impactaría en otro 1 %. De cumplirse estas hipótesis, el resultado final del gasto en pensiones contributivas sería superior al presupuestado en más de 3.100 millones de euros, situándose en unos 169.900 millones. No es descartable tampoco que, ante la expectativa de revalorización del 8,5 % en enero de 2023, se produzca una anticipación de jubilaciones en las últimas semanas de 2022 que, a pesar de sufrir un cierto recorte en la pensión inicial, se vean compensadas favorablemente por efecto de la revalorización.

El impacto de la revalorización de todas las pensiones públicas con arreglo al IPC –en los términos que señala la Ley 21/2021, de 28 de diciembre, de garantía del poder adquisitivo de las pensiones y de otras medidas de refuerzo de la sostenibilidad financiera y social del sistema público de pensiones– será incluso mayor que el estimado para la Seguridad Social, por cuanto afecta también a las pensiones de clases pasivas del Estado, que añaden otros 1.500 millones de euros al gasto público, solo por esta vía de la revalorización. Así pues, en el ámbito estrictamente contributivo de las pensiones públicas, la garantía legal de revalorización agregará más de 16.000 millones de euros al gasto total de

las administraciones públicas, que se consolidan con carácter estructural en los siguientes ejercicios presupuestarios.

Los ingresos por cotizaciones sociales son la base de cualquier esquema de seguridad social contributiva, como la española. Las prestaciones se relacionan, con mayor o menor concordancia, con el historial de cotizaciones de los afiliados; así sucede, por ejemplo, con las pensiones, la incapacidad por enfermedad o el cese temporal del trabajo por nacimiento y cuidado de menor. Pero también existen prestaciones no contributivas que, como su nombre indica, no están ligadas a las cotizaciones, como las pensiones de tal naturaliza, el ingreso mínimo vital o la protección familiar, que se financian mediante transferencias del Estado. En todo caso, las cotizaciones sociales tienen un peso determinante en la financiación de la Seguridad Social, con un porcentaje que supone, como ya se ha dicho, el 79,2 % de los ingresos no financieros en el presupuesto de 2023, equivalente al 11,0 % de la previsión de PIB en ese año.

Excluyendo la cotización adicional del mecanismo de equidad intergeneracional, el crecimiento de los ingresos por cotizaciones respecto a la liquidación de 2022 sería de un 6,4 %, una cifra más que aceptable que igualaría el resultado de 2022, a partir de las expectativas de crecimiento de la afiliación y de aumento de las bases de cotización.

Las principales novedades en el régimen de cotizaciones para el año 2023 son las dos siguientes. Por un parte, el nuevo sistema de cotización para los trabajadores por cuenta propia (autónomos) que se sustenta en doce tramos, con bases máximas y mínimas en cada uno de ellos, y que se irá aplicando progresivamente en el tiempo como transición a un modelo basado en cotizaciones por ingresos reales. Por otra, la aplicación de una cotización adicional del 0,6 % sobre la base por contingencias comunes, que se destina con carácter finalista al Fondo de Reserva como parte del mecanismo de equidad intergeneracional (véase Bandrés, 2021). Asimismo,

Cuadro 4

Aportaciones del Estado a la Seguridad Social en el Presupuesto para 2023

(Transferencias corrientes en millones de euros)

Bloque 1. Transferencias finalistas	
Complementos a mínimos de pensiones contributivas	7.261,2
Pensiones no contributivas	3.003,0
Protección familiar no contributiva	1.339,0
Ingreso mínimo vital	3.096,9
Atención a la dependencia	3.516,4
Sanidad, servicios sociales y otras transferencias	617,9
SUMA TRANSFERENCIAS FINALISTAS	18.834,4
Bloque 2. Cumplimiento recomendación del Pacto de Toledo 2020	
Reducciones en la cotización	1.812,3
Subvenciones implícitas a algunos regímenes y contratos de formación	1.162,2
Integración de lagunas	496,1
Complementos de pensiones brecha de género	939,2
Suma financiación de gastos impropios	4.409,8
Prestación contributiva de nacimiento y cuidado de menor	3.117,8
Jubilación anticipada sin coeficiente reductor y sin cotización adicional	400,7
Pensión anticipada involuntaria en edades inferiores a la de jubilación	2.203,7
Pensiones en favor de familiares	434,4
Otros conceptos	5.559,6
Complementos de pensiones contributivas sujetos a límite de ingresos	3.761,9
Contribución al equilibrio presupuestario de la Seguridad Social	15.478,2
SUMA CUMPLIMIENTO PACTO DE TOLEDO 2020	19.888,0
TOTAL APORTACIONES DEL ESTADO (transferencias corrientes)	38.722,4

Fuente: Elaboración propia con datos del Informe Económico-Financiero a los Presupuestos de la Seguridad Social de 2023.

la Ley de Presupuestos eleva en un 8,6 % la cuantía de la base máxima de cotización hasta los 4.495,5 euros mensuales y vincula el incremento de las bases mínimas al que tenga lugar en el salario mínimo interprofesional.

Excluyendo la cotización adicional del mecanismo de equidad intergeneracional, el crecimiento de los ingresos por cotizaciones respecto a la liquidación de 2022 sería de un 6,4 %, una cifra más que aceptable que igualaría el resultado de 2022, a partir de las expectativas de crecimiento de la afiliación y de aumento de las bases de cotización.

El otro gran componente de la financiación de la Seguridad Social son las transferencias corrientes del Estado, que más que se duplicaron en el ejercicio 2020, como consecuencia de las aportaciones extraordinarias para equilibrar el impacto del COVID-19 sobre las cuentas de la Seguridad Social. De los 15.643 millones de 2019, se pasó a 35.794 en 2020, 36.111 en 2021, 36.406 en 2022 y 38.722 en el presupuesto de 2023. La consolidación de este volumen de transferencias se justifica a partir de 2021 en una nueva disposición, derivada del Pacto de Toledo 2020, que se incorpora a la Ley General de Seguridad Social, y por medio de la cual se afianza

Cuadro 5

Déficit nominal y déficit contributivo de la Seguridad Social

(Millones de euros y porcentaje del PIB)

	Presupuesto 2022	Previsión Liquidación 2022	Presupuesto 2023
Déficit nominal	6.170,6	7.785,3	7.199,2
Transferencias del Estado nivel contributivo	14.357,8	14.357,8	15.478,2
Cotizaciones mecanismo equidad intergeneracional			2.793,2
Déficit contributivo	20.528,4	22.143,1	25.470,6
Déficit contributivo en porcentaje del PIB	-1,57	-1,69	-1,85

Fuentes: Elaboración propia con datos del Informe Económico-Financiero a los Presupuestos de la Seguridad Social de 2023 y presentación de los Presupuestos por el Secretario de Estado de la Seguridad Social y Pensiones.

una transferencia anual indefinida que tiene por objeto compensar determinados conceptos de gastos que se consideran “impropios” y contribuir al equilibrio financiero del sistema.

El cuadro 4 recoge las aportaciones corrientes del Estado en el presupuesto de 2023, que experimentan un crecimiento del 6,4 % en comparación con la previsión de liquidación de 2022. Como puede observarse, el primer bloque, por importe de 18.834 millones de euros, está formado por transferencias finalistas que se justifican por la separación de fuentes entre prestaciones contributivas y no contributivas. En este caso, las aportaciones del Estado financian los complementos a mínimos de las pensiones contributivas, las pensiones no contributivas, la protección familiar no contributiva, el ingreso mínimo vital, la atención a la dependencia y otros servicios sociales y sanitarios. El segundo bloque se corresponde con una transferencia de 19.888 millones de euros, en cumplimiento de la recomendación primera del Pacto de Toledo 2020. Se compone de distintos conceptos que hacen referencia, entre otros, a la financiación de la prestación contributiva de nacimiento y cuidado de menor, reducciones en la cotización de determinados colectivos, integración de lagunas de cotización, subvenciones implícitas en algunos regímenes, complementos para la reducción de la brecha de género en pensiones contributivas, coste de la pensión anticipada involuntaria, y otros conceptos no especificados.

No ofrece dudas la justificación de la financiación mediante impuestos (transferencias del Estado) de todo el primer bloque y de parte del segundo, en conceptos que responden a objetivos de política social o económica y, como tales, no concuerdan con la naturaleza contributiva del sistema de Seguridad Social. En ese segundo bloque tendrían la consideración de gastos “impropios” las reducciones en la cotización, las subvenciones implícitas en determinados regímenes, la integración de lagunas y los complementos para la reducción de la brecha de género que, en conjunto, suman un total de 4.410 millones de euros en el presupuesto de 2023. Los restantes 15.478 millones se destinan a funciones que bien pueden considerarse de naturaleza contributiva. En síntesis, de los 38.722 millones de euros en transferencias corrientes del Estado a la Seguridad Social, solo 23.244 millones responden a la cobertura de prestaciones no contributivas y a objetivos de política social y económica, mientras que 15.478 millones pueden equipararse a una transferencia destinada a cubrir parte de las insuficiencias de las cotizaciones para financiar las prestaciones contributivas.

En consecuencia, el déficit contributivo “real” es mayor que el que hemos denominado déficit “nominal”. Si a este (-7.199 millones) se suman los 15.478 millones que forman parte de las transferencias corrientes del Estado para prestaciones y funciones contributivas, y se deducen los 2.793 millones de cotizaciones que corresponden al mecanismo

de equidad intergeneracional, se obtiene un déficit contributivo en 2023 de -25.470 millones de euros, equivalente al -1,8 % del PIB previsto para ese año, ligeramente superior al -1,7 % correspondiente a la liquidación de 2022, obtenido mediante los mismos cálculos.

Cubrir el desequilibrio financiero del sistema contributivo con impuestos equivale a traspasar el déficit de la Seguridad Social al Estado, conformando un núcleo de déficit estructural que se suma al del propio Estado y que o bien se financia con subidas de impuestos, con reducciones de otros gastos, o con un mayor endeudamiento público.

La financiación mediante impuestos de parte de las prestaciones contributivas de la Seguridad Social no es algo exclusivo de España. Muchos países europeos tienen pensiones básicas financiadas total o parcialmente por impuestos, y también son numerosos los que completan la financiación de los sistemas de reparto con impuestos generales. Pero cuanto mayor es la desvinculación de las prestaciones respecto de las cotizaciones, menor es el grado de contributividad del sistema y ello afecta a la naturaleza del modelo. En otro sentido, cubrir el desequilibrio financiero del sistema contributivo con impuestos equivale a traspasar el déficit de la Seguridad Social al Estado, conformando un núcleo de déficit estructural que se suma al del propio Estado y que o bien se financia con subidas de impuestos, con reducciones de otros gastos o con un mayor endeudamiento público.

La financiación del déficit “nominal” del Presupuesto de la Seguridad Social para 2023 se relaciona directamente con un préstamo del Estado por importe de 10.004 millones de euros, que no devengará intereses y cuya cancelación –según señala el proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado– se producirá en un plazo máximo de diez años. Sin embargo, como ha sucedido con los préstamos anteriores, lo más probable es que termine convirtiéndose en una especie de deuda perpetua a interés cero. La deuda de la Seguridad Social con el Estado superaba ya a finales de 2022 los 106.000 millones de euros.

El problema de fondo, sin embargo, no es el volumen acumulado de deuda con el Estado, sino la sostenibilidad financiera de la Seguridad Social a medio y largo plazo. Por eso es necesario calibrar con precisión la trayectoria esperada de los ingresos y gastos, especialmente de los que se refieren al sistema de pensiones, que es determinante de la evolución del conjunto del sistema.

Referencias

- BANDRÉS MOLINÉ, E. (2021). El presupuesto de la Seguridad Social de 2022: aportaciones del Estado iniciando las reformas. *Cuadernos de Información Económica*, 285 (noviembre-diciembre). Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/el-presupuesto-de-la-seguridad-social-de-2022-aportaciones-del-estado-iniciando-las-reformas/>
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA. (2022). *Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2023*. Gobierno de España.

Tipos de interés al alza: efectos iniciales sobre el crédito

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

La elevación de los tipos de interés está imponiendo un aumento considerable de los costes de financiación en un espacio reducido de tiempo. Hogares y empresas afrontan con dificultad esta situación no solo porque supone un endurecimiento de las condiciones financieras, sino porque se produce tras un período muy prolongado de excepcionalidad financiera e inflacionaria. En España, el crédito se ha desacelerado tras los esfuerzos realizados durante la pandemia en apoyo al sector privado, principalmente empresarial. La subida de tipos de interés ya se deja notar en una cierta retracción de la financiación, singularmente en el segmento de la vivienda. Los tipos medios aplicados en España estaban en agosto por debajo del promedio europeo en crédito al consumo a un año (4,16 %) y por encima (7,39 %) en el de hasta cinco años. En el segmento hipotecario, el tipo promedio aplicado (2,03 %) es de los más bajos de la eurozona, solo por detrás, entre los países de mayor tamaño, de Francia (1,58 %). En cuanto a la financiación a empresas, el comportamiento es más desigual. Tras el notable avance de 2020 por las ayudas y avales del ICO, el crecimiento se ha moderado de forma muy considerable y con cierta volatilidad.

Crédito, canales de transmisión monetaria y situación financiera

Tras más de una década con tipos de interés ultrarreducidos o negativos, los agentes económicos se enfrentan a un ajuste —que se puede

entender como “normalización” tras años de una situación extraordinaria— acelerado en los mismos, inducido principalmente por los bancos centrales a ambos lados del Atlántico como respuesta a la inflación. Los mercados de crédito son parte fundamental de estos cambios, en la medida en

* Universidad de Valencia y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

que constituyen uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria. No obstante, hay que tener en cuenta que muchos hogares y empresas afrontan con dificultad esta situación no solo porque supone un endurecimiento de las condiciones financieras, sino porque se produce tras un período muy prolongado de excepcionalidad financiera e inflacionaria. También hay que tener en cuenta que los mercados de crédito no tratan de “enfriarse” como respuesta a un auge o a sesgos de comportamiento que puedan aupear una burbuja en mercados como el inmobiliario –como sucedió durante la crisis financiera–, sino como una parte de la financiación que impulsa el consumo y la inversión y, por lo tanto, afecta a parte del aumento de precios. Otra parte, no obstante, está algo más alejada del alcance de los bancos centrales, principalmente la que se refiere a la inflación inducida por el alza de los costes energéticos.

Este difícil contexto induce a los bancos centrales a actuar con los tipos de interés sobre la financiación y el consumo a través de un canal más sutil en su definición, pero potente en sus implicaciones: el de las expectativas. Como sugería el economista jefe del Banco Central Europeo, Philip Lane (2022), en una intervención pública el pasado 11 de octubre de 2022, la reducción de la inflación es un proceso complicado que requiere la comprensión de varios vínculos: i) el vínculo entre los instrumentos de política monetaria (incluidos los tipos de interés) y la situación financiera ii) el vínculo entre las condiciones financieras y la situación económica; y iii) el vínculo entre la situación económica y las presiones inflacionarias. Como indica Lane “si las expectativas de inflación están ampliamente ancladas, la política monetaria debe garantizar que las expectativas permanezcan ancladas para que sea efectiva, pero si las expectativas de inflación se desanclan (o corren un grave riesgo de desanclarse), la política monetaria debe ajustarse para asegurar que las expectativas de inflación se vuelvan a anclar”. Reconocía, además, que el hecho de que los tipos hayan permanecido reducidos durante tanto tiempo podría causar efectos asimétricos en unos mercados financieros poco acostumbrados ya a estos cambios.

Sin duda, no se trata de una situación sencilla ni en la eurozona ni en otras jurisdicciones. El Fondo Monetario Internacional publicaba en octubre su *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial* y sugería que los tipos de interés y los precios de los activos de riesgo vienen comportándose de forma extremadamente volátil en los últimos meses. Con las subidas de tipos de interés de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo, entre otros, las inversiones de mayor riesgo y los bonos soberanos de países emergentes han registrado pérdidas significativas, al tiempo que otras inversiones como los criptoactivos también han experimentado pérdidas y una volatilidad extrema.

Los bancos de la eurozona están en una situación de solvencia y estabilidad financiera mucho más estables que las que se daban en 2008. Los mercados de crédito venían recuperándose, pero estaban lejos de una situación de “auge” o crecimiento excesivo.

En lo que se refiere a los mercados de crédito el FMI señala que “a medida que los bancos centrales endurecen sustancialmente la política monetaria, los costos de financiación al alza y las condiciones más duras para los préstamos, unidos a las valoraciones excesivas tras años de subidas de precios, podrían afectar negativamente a los mercados hipotecarios y de vivienda. En el peor de los casos, el descenso de los precios inmobiliarios reales podría ser significativo” (FMI, 2022).

Sea como fuere, conviene diferenciar el comportamiento financiero a escala internacional. En el caso de la eurozona, los bancos están en una situación de solvencia y estabilidad financiera mucho más estables que las que se daban en 2008. Asimismo, los mercados de crédito venían recuperándose, pero estaban lejos de una situación de “auge” o crecimiento excesivo. En todo caso, como se señala en este artículo, existen algunas diferencias significativas dentro de la zona

del euro en el comportamiento del crédito ante los aumentos de tipos de interés que merecen ser reseñadas.

Crédito y tipos de interés en la eurozona

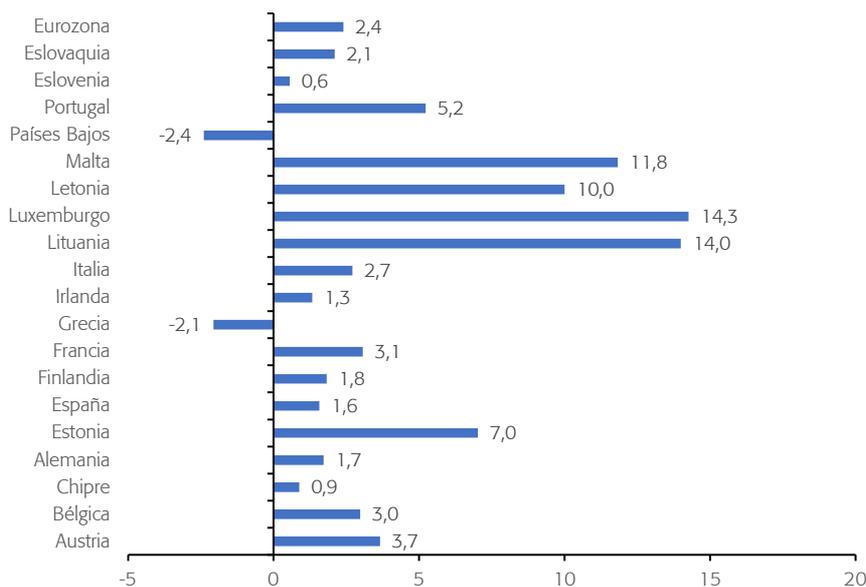
La situación financiera en la eurozona está caracterizada por un incremento significativo de los tipos de interés, tanto oficiales como del mercado interbancario. En el primer caso, el BCE, en su reunión del 27 de octubre de 2022 decidió subir los tipos de interés oficiales en 75 puntos básicos. Señalaba la autoridad monetaria que “con esta tercera importante subida consecutiva de los tipos oficiales, el Consejo de Gobierno ha logrado un avance considerable en la reversión de la orientación acomodaticia de la política monetaria” y que se “prevé seguir incrementando los tipos de interés para asegurar el retorno oportuno de la inflación a su objetivo del 2 % a medio plazo” (BCE, 2022).

En cuanto al euríbor, su referencia a doce meses llegaba ya prácticamente al 3 % a finales de octubre y continuaba al alza. Esto supone un incremento importante de los costes financieros, teniendo en cuenta que a principios de año se encontraba en el -0,5 %. Uno de los mecanismos financieros en los que el endurecimiento de los tipos de interés se manifiesta de forma más rápida es el crédito al consumo. Según se muestra en el gráfico 1, desde comienzos de 2020 hasta el mes de agosto (último dato disponible), la financiación al consumo avanzó un 2,4 % acumulado en la eurozona. En esos ocho meses, sin embargo, este crecimiento ha sido heterogéneo. Así, mientras que en países como Malta, Luxemburgo, Letonia o Lituania el avance ha sido superior a los dos dígitos, en otros como Países Bajos o Grecia se ha producido un descenso del entorno del 2 %. En España, donde el crédito al consumo venía creciendo de forma considerable, la variación fue del 1,6 % en el mismo período, muy similar a la de Alemania (1,7 %), mientras que en otros grandes países como Italia (2,7 %)

Gráfico 1

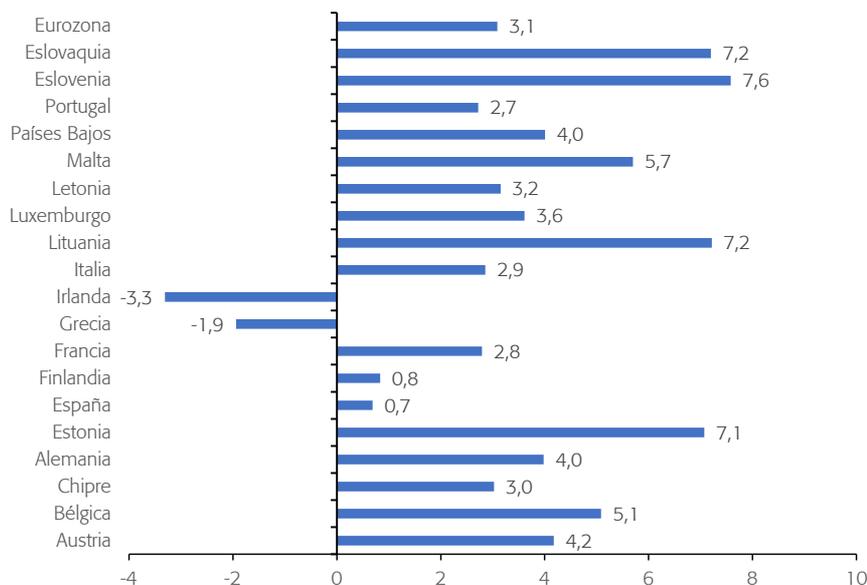
Crecimiento del crédito al consumo en la eurozona (enero-agosto 2022)

(Porcentaje como variación del *stock* de crédito)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 2

Crecimiento del crédito para vivienda en la eurozona (enero-agosto 2022)(Porcentaje como variación del *stock* de crédito)

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

o Francia (3,1 %) ha estado algo por encima del promedio de la eurozona. Sin embargo, por su volumen y significación en el presupuesto y planificación de los hogares, la mayor parte de los análisis tratan de determinar cómo la subida de tipos de interés durante 2022 está afectando al crédito hipotecario. Los datos del BCE sugieren que entre enero y agosto de este año la financiación destinada a vivienda ha aumentado un 3,1 % en la eurozona (gráfico 2).

En el segmento hipotecario el tipo promedio aplicado en España es de los más bajos de la eurozona (2,03 %), solo por detrás, entre los países de mayor tamaño, de Francia (1,53 %).

En el gráfico 2 también se observan variaciones muy heterogéneas en el *stock* de crédito a vivienda. Así, en Eslovaquia, Eslovenia y Estonia el crecimiento acumulado en los primeros ocho

meses del año fue superior al 7 %. Otros países han registrado variaciones negativas, como Irlanda (-3,3 %) o Grecia (-1,9 %). En España, el avance de la financiación a vivienda ha sido moderado (0,7 %) en comparación con países como Alemania (4 %), Italia (2,9 %) o Francia (2,8 %).

Aun cuando la UE cuenta con un mercado financiero único, las condiciones de financiación no son homogéneas por diferentes factores. En lo que se refiere a los tipos de interés del crédito, estas diferencias se constatan en la información aportada por el Banco Central Europeo (cuadro 1). En financiación al consumo a un año, el tipo medio de la eurozona ha aumentado 1,04 puntos porcentuales (pp) desde el 5,58 % de enero al 6,62 % de agosto de 2022. El tipo medio en crédito al consumo hasta cinco años, ha aumentado 0,6 pp pasando hasta el 6,29 %. Finalmente, en financiación para vivienda el tipo medio es del 2,2 % en agosto, aumentando 0,86 pp desde enero. Los tipos medios aplicados en España

Cuadro 1

Tipos de interés medios del crédito en la eurozona

(Porcentaje)

	Crédito al consumo a un año			Crédito al consumo hasta 5 años			Crédito para compra de vivienda		
	2022-08	2022-01	Diferencia	2022-08	2022-01	Diferencia	2022-08	2022-01	Diferencia
Austria	6,09	5,68	0,41	7,47	6,79	0,68	1,93	1,18	0,75
Bélgica	5,47	4,6	0,87	5,75	5,33	0,42	2,35	1,48	0,87
Chipre	3,36	3,1	0,26	Nd.	Nd.	Nd.	2,51	2,15	0,36
Alemania	8,79	7,29	1,5	6,88	6,01	0,87	2,84	1,35	1,49
Estonia	11,39	11,93	-0,54	8,46	10,45	-1,99	2,7	2,06	0,64
España	4,16	3,37	0,79	7,39	7,04	0,35	2,03	1,44	0,59
Finlandia	6,85	5,42	1,43	4,02	3,13	0,89	1,85	0,8	1,05
Francia	6,23	5,09	1,14	3,32	3,25	0,07	1,58	1,12	0,46
Grecia	11,2	11,88	-0,68	8,45	8,12	0,33	3,14	2,86	0,28
Irlanda	8,09	7,76	0,33	6,5	6,38	0,12	2,7	2,71	-0,01
Italia	4,32	4,24	0,08	7,67	6,82	0,85	2,07	1,45	0,62
Lituania	5,32	3,07	2,25	8,46	9	-0,54	2,75	2,06	0,69
Luxemburgo	2,31	1,28	1,03	2,59	1,73	0,86	1,99	1,38	0,61
Letonia	12,3	15,54	-3,24	12,1	13,13	-1,03	3,24	2,35	0,89
Malta	20,25	4,17	16,08	Nd.	Nd.	Nd.	2,04	1,57	0,47
Países Bajos	Nd.	Nd.	Nd.	Nd.	Nd.	Nd.	2,63	1,67	0,96
Portugal	6,42	5,17	1,25	8,14	8,12	0,02	2,01	0,81	1,2
Eslovenia	5,05	4,74	0,31	6,25	6	0,25	2,51	1,67	0,84
Eslovaquia	11,16	9,73	1,43	8,07	7,76	0,31	2,43	1	1,43
Eurozona	6,62	5,58	1,04	6,29	5,69	0,60	2,2	1,34	0,86

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

estaban por debajo del promedio europeo en agosto en crédito al consumo a un año (4,16 %) y por encima (7,39 %) en el de hasta cinco años. En el segmento hipotecario, el tipo promedio aplicado es de los más bajos de la eurozona, solo por detrás, entre los países de mayor tamaño, de Francia (1,53 %). En los ocho primeros meses del año, el incremento fue de 0,59 puntos porcentuales.

Situación bancaria y condiciones de financiación en España

Las condiciones de financiación dependen de la demanda y la oferta. La primera sigue algo retraída tras el impulso pospandemia, ante las nuevas incertidumbres económicas que han surgido con los conflictos geopolíticos y la inflación. La segunda

está en una situación algo mejor que justo antes de afrontar la pandemia, pero existen riesgos –fundamentalmente por la relación entre incertidumbre económica, actividad bancaria y morosidad– que llaman a la cautela. En todo caso, los últimos indicadores ofrecidos por el Banco de España, a partir de la información de los estados individuales de supervisión (cuadro 2), sugieren que la rentabilidad sobre patrimonio neto ha avanzado desde el 6,74 % en el último trimestre de 2019 hasta el 9,83 % en el segundo trimestre de 2022. También la rentabilidad sobre el activo (0,50 % a 0,60 %), aunque permanece en cotas aún modestas. La ratio de eficiencia ha mejorado, desde el 53,38 % al 51,85 %. Por otro lado, los bancos españoles siguen mejorando su solvencia, con las ratios de capital al alza por la presión regulatoria y de mercado, llegando ya la de recursos propios de primera categoría al 13,10 %.

Cuadro 2

Evolución de la situación del sector bancario desde la prepandemia

(En porcentajes)

	2019 T4	2022 T2
Indicadores de rentabilidad		
Rentabilidad sobre patrimonio neto (Resultado neto / Total patrimonio neto)	6,74	9,83
Rentabilidad sobre total activo (Resultado neto / Total activo)	0,50	0,60
Ratio de eficiencia ((Gastos de administración + Gastos de amortización) / Total resultado de explotación)	53,38	51,85
Coste del riesgo (Dotaciones a provisiones por deterioro / Préstamos brutos)	0,91	0,97
Ratios de solvencia y sus componentes		
Ratio de capital total (Capital total / Total de exposición al riesgo)	15,94	16,64
Ratio de capital de nivel 1 ordinario (Capital de nivel 1 ordinario / Total de exposición al riesgo)	12,79	13,10

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

A pesar de esta situación, las condiciones de demanda no parecen óptimas y el crédito, aunque avanza, lo hace de forma muy moderada. Así lo revelan los datos de flujos de financiación al sector privado (cuadro 3). El crédito a hogares ya había avanzado por encima del 1 % interanual durante 2021 y en los primeros meses de 2022 llegó

incluso al 1,7 %, pero las nuevas incertidumbres han propiciado una nueva fase de moderación, con una variación interanual del 1,2 % en agosto, último dato disponible. La mayor parte del avance se debe al crédito al consumo que, a pesar de haberse desacelerado notablemente, mostraba en agosto un crecimiento interanual del 4,6 %,

Cuadro 3

Tasa interanual de crecimiento de la financiación al sector privado

(Variación interanual en porcentaje)

	Familias	Vivienda	Consumo	Empresas
2019	0,2	-1,1	11,9	1,9
2020	-0,5	-1,0	-1,5	6,3
2021	1,0	0,7	5,2	2,4
2022 (enero)	1,2	0,8	5,5	1,7
2022 (febrero)	1,3	0,8	5,5	1,4
2022 (marzo)	1,4	1,0	5,9	1,0
2022 (abril)	1,7	1,2	7,0	1,6
2022 (mayo)	1,4	1,1	5,2	1,0
2022 (junio)	1,4	0,9	3,6	-0,2
2022 (julio)	1,3	0,9	4,7	1,2
2022 (agosto)	1,2	0,9	4,6	2,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

mientras que en el segmento de vivienda era del 1,9 %.

En cuanto a la financiación a empresas, el comportamiento es más desigual. Tras el notable avance de 2020 por las ayudas y avales del ICO durante la pandemia, con una variación interanual del 6,3 %, el crecimiento se ha moderado de forma muy considerable y con cierta volatilidad, contrastando la caída del 0,2 % de junio con el avance del 2 % de agosto.

Conclusiones

La elevación de los tipos de interés está imponiendo un aumento significativo de los costes de financiación en un espacio reducido de tiempo. En este artículo se muestra esta evolución tanto en la perspectiva de la eurozona como en el caso particular de España, con varias conclusiones destacables:

- Se están produciendo subidas de tipos en pocos meses que, en una normalización financiera más ortodoxa, se hubieran producido en un periodo de tiempo más prolongado. Aun así, las condiciones existentes son aún de costes moderados en una perspectiva histórica. No obstante, el contraste con los años anteriores desde la crisis financiera hace que este aumento parezca algo chocante.

- Los tipos de interés en las principales operaciones crediticias son bastante heterogéneos en la eurozona y en España se sitúan en el promedio. En general, con la subida de tipos se ha producido una desaceleración del crédito, sobre todo en el segmento del consumo.
- En España, las entidades financieras están mejorando sus beneficios y solvencia, pero la rentabilidad continúa en registros muy moderados. El crédito se ha desacelerado tras los esfuerzos realizados durante la pandemia en el apoyo al sector privado, principalmente empresarial. La subida de tipos de interés ya se deja notar en una cierta retracción de la financiación, singularmente en el segmento de la vivienda.

Referencias

- BCE (2022). *Monetary policy decisions*, 27 October 2022. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp221027~df1d778b84.en.html>
- FMI (2022). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*. Octubre 2022. <https://www.imf.org/es/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>
- LANE, P. (2022). *The transmission of monetary policy*. *European Central Bank*. 11 October 2022. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221011~5062b44330.en.html>

TLTRO y liquidez bancaria en el nuevo escenario de tipos

Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez*

Las facilidades especiales de liquidez conocidas como TLTRO (*Targeted longer term refinancing operations*) han constituido un mecanismo fundamental de transmisión de la política monetaria, permitiendo al sistema bancario contar con una fuente estable de liquidez a largo plazo en condiciones muy favorables, lo que ha sido clave para el mantenimiento del flujo de crédito. Esas condiciones favorables de las TLTRO chocan ahora con el nuevo marco de política monetaria planteado por el Banco Central Europeo para combatir la inflación, con rápidas elevaciones de tipos y drenaje de liquidez mediante la retirada de los programas de compra de activos. En este contexto de endurecimiento monetario, las TLTRO, en su configuración actual de coste y de plazos, constituyen una cierta irregularidad, por lo que el Consejo de Gobierno del BCE en su última reunión incluía el cambio de las condiciones aplicadas a las rondas de financiación de las TLTRO, para alinearlas con otros instrumentos principales de política monetaria. En el presente artículo se analizan las opciones disponibles para esa reconducción y sus implicaciones para la liquidez bancaria.

El papel de las TLTRO en respuesta a la pandemia

Aunque ya se habían puesto en marcha versiones previas de las TLTRO, dichas facilidades de financiación adquirieron un especial protagonismo entre las medidas tomadas por el Banco Central Europeo (BCE), en respuesta a la pandemia, con el objetivo de mantener el flujo de crédito a la economía real. Para ello, el BCE reformuló en junio de 2020 dicho mecanismo de financiación con unas condiciones especialmente atractivas para el sector bancario. Por un lado,

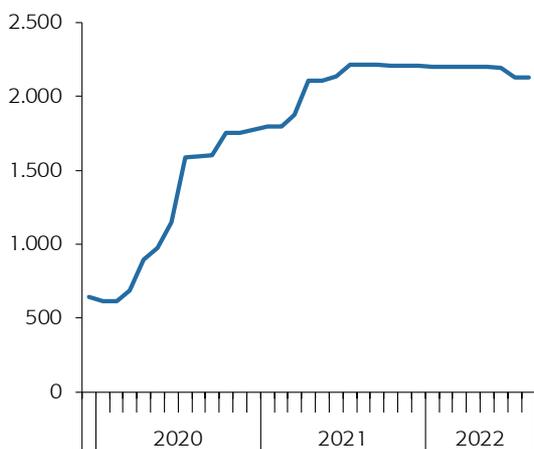
se formularon como operaciones de financiación a largo plazo, con una fecha de vencimiento que se alargaba hasta los tres años y, adicionalmente, se les dotó de un coste de financiación especialmente bajo. En concreto, se incluían periodos de condiciones de financiación especiales, en los que el coste era resultado del tipo medio de la facilidad de depósito, que en ese momento se situaba en el -0,50 %, menos 50 puntos básicos durante estos periodos de condiciones especiales (junio de 2020 y junio de 2022), siempre que se cumpliera el *benchmark* de referencia de crecimiento del saldo vivo de crédito.

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Operaciones de financiación a largo plazo del Eurosistema

(Miles de millones de euros)



Fuente: Afi a partir de Banco de España.

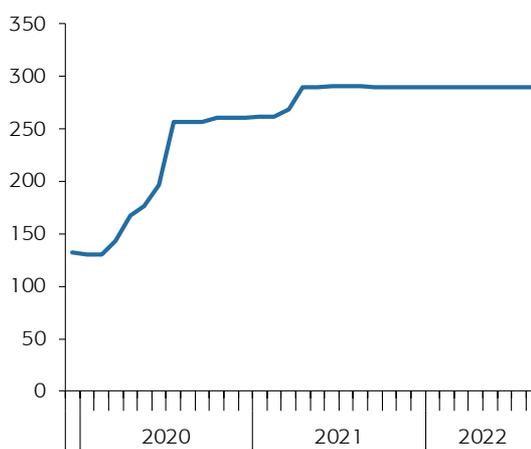
Ante unas condiciones tan ventajosas, la apelación a esta financiación fue muy intensa, especialmente entre junio de 2020 y junio de 2021 como ponen de manifiesto los gráficos 1 y 2. Como resultado, el conjunto del sistema bancario europeo mantiene un saldo de aproximadamente 2,1 billones de euros en operaciones de financiación a largo plazo, de los cuales aproximadamente el 14 % (290.000 millones de euros) sería la apelación realizada por el sistema bancario español.

Aunque el objetivo de estas rondas de financiación era el impulso del crédito a la economía real, lo cierto es que ese crédito apenas ha crecido, sobre todo por la escasa demanda en un contexto de gran incertidumbre macroeconómica, primero por la evolución y salida de la pandemia, y luego por la emergencia de la crisis energética agravada por la invasión de Ucrania. Es así como gran parte de la financiación captada con las *TLTRO* se ha mantenido en el activo de las entidades como posiciones de liquidez en el Banco Central. Como se puede observar en el gráfico 3, ante un volumen de apelación a nivel europeo de unos 2,1 billones de euros, que suponen aproximadamente el 7,5 % del balance, el crédito apenas se ha incrementado en 772.000 millones de euros entre marzo de 2020 y junio de 2022, mientras que

Gráfico 2

Operaciones de financiación a largo plazo del Banco de España

(Miles de millones de euros)



Fuente: Afi a partir de Banco de España.

el aumento registrado en las posiciones de liquidez (interbancario activo) se sitúa cerca de los 2 billones de euros durante el mismo periodo.

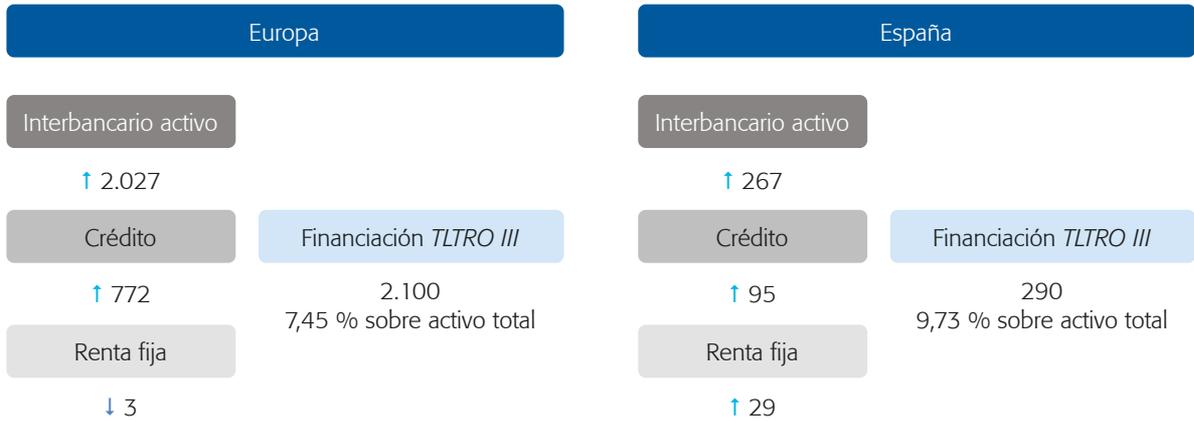
Frente a un volumen de financiación a largo plazo de unos 2,1 billones de euros por parte del Eurosistema, el crédito apenas se ha incrementado en 772.000 millones entre marzo de 2020 y junio de 2022, mientras que el aumento registrado en las posiciones de liquidez (interbancario activo) se sitúa cerca de los 2 billones de euros durante el mismo periodo.

Dicha dinámica ha sido muy similar para el caso de España, donde el crecimiento del crédito ha sido incluso más contenido, registrándose un incremento de tan solo 95.000 millones de euros que contrasta con los 290.000 millones de euros apelados en las *TLTRO III*, los cuales se han mantenido gran parte en posiciones de liquidez (interbancario activo +270.000 millones de euros), habiéndose destinado una parte también a inversiones en renta fija (+29.000 millones de euros), principalmente, deuda soberana.

Gráfico 3

Variación de las principales partidas de activo frente a la financiación apelada en operaciones a largo plazo con el Eurosistema (marzo 2020-junio 2022)

(Miles de millones de euros)



Fuentes: Afi a partir de Banco de España y Risk Dashboard 2T2022 (EBA, 2022a).

Alineamiento de las TLTRO con la nueva política monetaria antiinflacionista del BCE

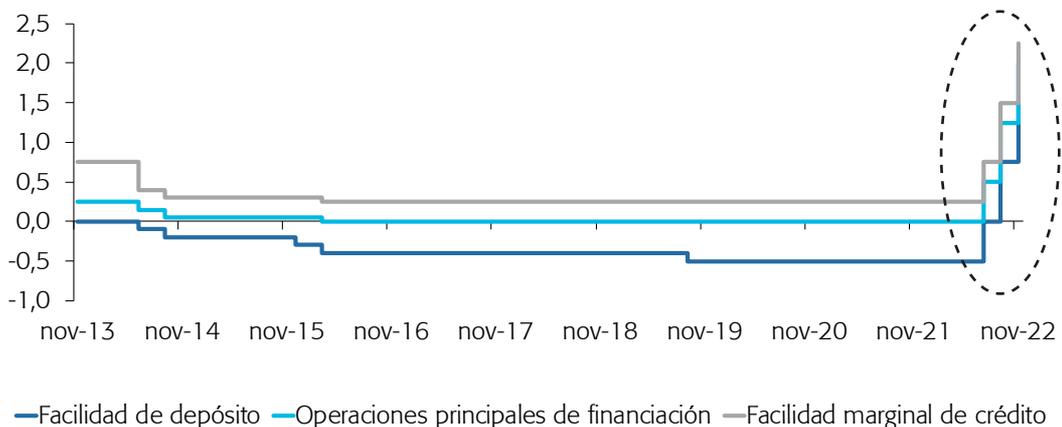
Ese escenario macroeconómico, que dio lugar a la aplicación de estas medidas, ha dado un vuelco de 180 grados con la emergencia de unas tensiones

inflacionistas como no se conocían desde hace más de cuarenta años. En este contexto, el Banco Central Europeo, en su claro objetivo de controlar dicha inflación, ha llevado a cabo un endurecimiento progresivo de la política monetaria con la finalización de las compras de activos en el marco de los programas PEPP (*Pandemic emergency purchase programme*)

Gráfico 4

Evolución de los tipos base

(Porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo.

y APP (*Asset purchase programme*) en marzo y junio de este año; a lo que se une las subidas de los tipos base, tres hasta el momento, por un total de 200 puntos básicos, proceso que probablemente no ha terminado.

En este nuevo marco de política monetaria, parecía poco coherente el mantenimiento de elevados niveles de liquidez en el sistema, derivados de la intensa apelación a las *TLTRO*, y con un claro desincentivo a su devolución, al mantenerse un método de cálculo del coste de dicha financiación que, si bien era adecuado para un entorno de tipos reducidos y de necesidad de fomentar el crédito, presentaba incentivos perversos en un escenario de subidas tan rápidas de tipos como las que llevamos viviendo desde el inicio del verano.

Por esta razón, la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE trajo consigo la modificación del método de cálculo del coste de financiación de las *TLTRO III*. Cabe destacar que dichas modificaciones no se aplican con carácter retroactivo con el fin de evitar posibles problemas legales con las entidades, sino que afectarán al periodo comprendido entre noviembre de 2022 y el vencimiento de las operaciones.

Aquellas entidades que apelaron a la financiación del BCE a partir de junio de 2020, y que han cumplido con el *benchmark* establecido de crecimiento del crédito, se han podido beneficiar durante los periodos de “tipos especiales” (entre junio de 2020 y junio de 2022) de un coste de financiación del -1 %. A partir de dicha fecha, se incorporan dos periodos adicionales en los que, frente al esquema de cálculo anterior (el tipo aplicable se correspondía con la media de la facilidad de depósito (FD) durante toda la vida de la operación), se aplicarán los siguientes métodos de coste:

Entre el 24 de junio de 2022 y el 22 de noviembre de 2022, el tipo se calculará como la media de la FD entre el inicio de la operación hasta el 22 de noviembre.

Desde el 22 de noviembre hasta el vencimiento de la operación o, en su caso, la amortización

anticipada de la misma, el tipo de interés se corresponderá con la media de la FD durante este periodo.

Este nuevo esquema, aplicado a partir de noviembre de 2022, elimina la brecha que existía entre la rentabilidad obtenida de la colocación de los saldos vivos de las *TLTRO* a la FD y el coste de esta (negativo), como consecuencia de haber mantenido durante más de dos años esta FD en negativo, generando un efecto de arrastre muy importante en el cálculo de dicho coste de financiación.

*En el nuevo esquema aplicado a las *TLTRO* a partir de noviembre de 2022, se elimina la brecha que existía entre la rentabilidad obtenida de la colocación de los saldos vivos de las *TLTRO* en la facilidad de depósito y su coste.*

La eliminación de dicha brecha tendrá un impacto en la cuenta de resultados del sector bancario en el ejercicio 2023 al desaparecer los ingresos generados por estos fondos hasta el presente año. La estimación realizada de dicho impacto en la banca española sería de aproximadamente 1.400 millones de euros generados entre enero y noviembre de 2022, a partir del mantenimiento de un coste de las *TLTRO* a un tipo medio negativo (-0,67 %) e invertidos a la FD (-0,11 % en media en el periodo).

A modo de ilustración de lo que habría supuesto la continuación del esquema anteriormente existente, esa estimación de 1.400 millones para 2022 se habría elevado a más del doble para 2023, en el escenario previsible de evolución de la FD hacia un nivel en torno al 3 % a mediados del próximo año.

De esta forma, el mantenimiento de dicho esquema habría supuesto sin duda un incentivo a las entidades para mantener estos fondos en balance ante la posibilidad de poder arbitrar, que ahora desaparece con el nuevo esquema de cálculo donde se equipara el coste de financiación con la rentabilidad de la FD y, por tanto, elimina el incentivo a mantener la liquidez en el balance, abriendo la puerta al BCE a nuevas ventanas de amortización voluntaria, sin

Gráfico 5

Perfil de apelación y vencimiento de las rondas 4 a 10 de las TLTRO III

(Miles de millones de euros)



Fuente: Afi a partir de Banco Central Europeo.

perjudicar en todo caso a aquellas entidades que deseen mantener la liquidez hasta vencimiento.

Liquidez bancaria ante los vencimientos de las TLTRO

Más allá de que las entidades decidan devolver de manera anticipada los fondos aprovechando estas ventanas adicionales, cabe recordar que casi el 60 % de los 2,1 billones de euros vence el próximo junio, en la medida en que gran parte de la apelación se concentró en el segundo semestre de 2020.

En cualquier caso, dado que las entidades cuentan con tres ventanas adicionales de amortización anticipada a las inicialmente previstas, la primera en noviembre coincidiendo con el inicio del nuevo método de cálculo, y dos durante el primer trimestre del próximo año, no es previsible que se produzca un efecto “acantilado” en la devolución de las TLTRO, en la medida en que las entidades gozan de libertad para decidir el momento de amortización, sin resultar penalizadas por las nuevas condiciones en términos de coste en caso de que decidan mantener la liquidez hasta vencimiento.

Aunque no sea previsible un efecto escalón muy pronunciado, la gradual desaparición de gran parte de esta liquidez de los balances bancarios hace oportuno plantearse un análisis de la capacidad del sistema bancario europeo y español para hacer frente a la misma.

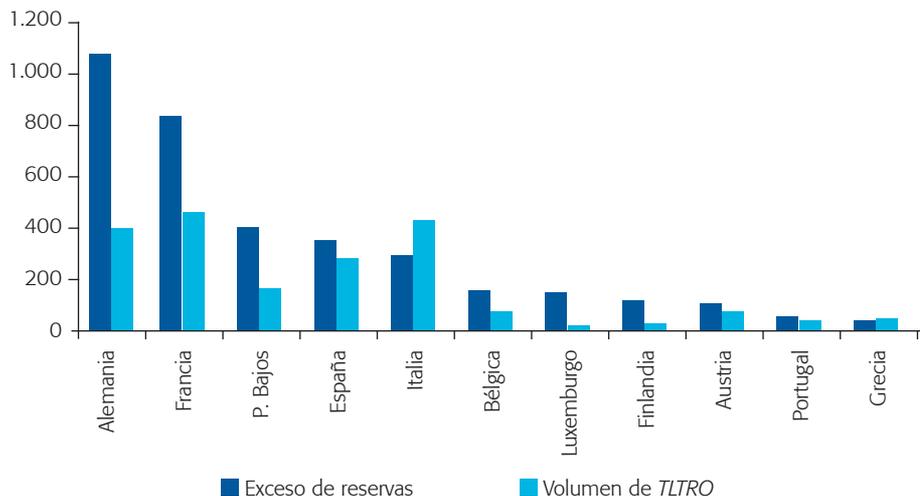
Como se puede observar en el gráfico 6, analizando la capacidad de devolución desde una perspectiva estática, los principales sistemas bancarios europeos mantienen un exceso de reservas superior al volumen de tenencias de TLTRO, a excepción de Italia. Por tanto, se puede concluir que, aunque tenga lugar una aceleración en el reembolso de la financiación otorgada en el marco de las TLTRO, la banca europea presenta un nivel de activos líquidos suficientes hacer frente a la misma sin provocar un desequilibrio en el balance.

En el caso concreto de España, como se observa en el gráfico 7, el volumen que mantienen las entidades en activos líquidos en el Banco Central es de 460.000 millones aproximadamente, siendo más que suficiente para hacer frente al vencimiento de la financiación a largo plazo (290.000 millones de euros). Adicionalmente, a este volumen de interbancario activo, se podría sumar un colchón adicional de fondos que las entidades mantienen invertidos

Gráfico 6

Exceso de reservas y volumen de *TLTRO* por sectores bancarios europeos

(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

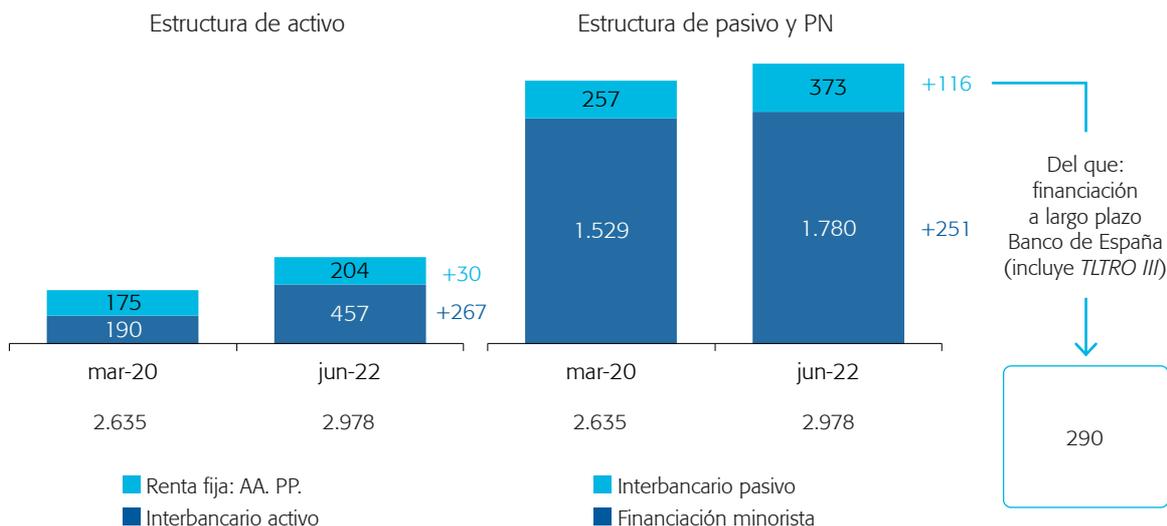
en deuda de las administraciones públicas con un vencimiento inferior a un año coincidiendo con el vencimiento del grueso de las *TLTRO III*.

Más allá de la capacidad de devolución de las *TLTRO* por parte del sistema bancario, cabe destacar la capacidad de las entidades para poder hacer

Gráfico 7

Posicionamiento del sistema bancario español en términos de activos líquidos y financiación disponible

(Miles de millones de euros)



Fuente: Afi a partir de Banco de España.

frente al crecimiento esperado del crédito desde una visión dinámica del balance sin provocar desequilibrios en los mercados de financiación minorista o mayorista.

En este sentido, el entorno macroeconómico de fuerte desaceleración prevista para 2023 hace probable un crecimiento muy reducido del crédito, y en todo caso muy inferior al que cabe anticipar de los recursos de clientes. Con ese gap positivo de liquidez minorista, unido a las emisiones en mercado previstas por las principales entidades del sector tal y como se ponía de manifiesto en la última publicación del *Funding Plan* de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, 2022b) parece existir suficiente holgura para absorber la desaparición de las *TLTRO* sin generar tensiones de liquidez, ni una especial agresividad en la captación de recursos minoristas.

Conclusiones

En el marco de las actuaciones del BCE para atajar la inflación mediante elevaciones de tipos y retiradas de liquidez, le ha llegado también el turno a la reformulación de las *TLTRO* que busca eliminar la oportunidad de arbitraje existente, fomentando la devolución de los fondos por parte de las entidades sin penalizar a aquellas que decidan mantenerlos a vencimiento.

Más allá del impacto negativo en cuenta de resultados que generará la desaparición de esta fuente de liquidez —previsiblemente compensado por otros efectos favorables de la subida de tipos en el margen de intermediación—, los sistemas bancarios europeo y español cuentan con capacidad suficiente para hacer frente al vencimiento o, en su caso amortización anticipada, de las *TLTRO* como consecuencia

Más allá del impacto negativo en cuenta de resultados que generará la desaparición de esta fuente de liquidez, los sistemas bancarios europeo y español cuentan con capacidad suficiente para hacer frente al vencimiento, o en su caso amortización anticipada, de las TLTRO.

del exceso de reservas que mantienen en balance, a lo que se une un crecimiento esperado de los recursos minoristas y de las emisiones en mercado suficientes para hacer frente al crecimiento del balance en el próximo ejercicio.

Referencias

- EBA. (2022a). *Risk Dashboard, segundo trimestre 2022*.
- EBA. (2022b). *Funding Plan*.

Nueva estrategia del BCE: el peso de la incertidumbre y del legado

Ignacio Ezquiaga*

El objetivo de este artículo es revisar dos aspectos de la política monetaria: la definición de la estrategia de normalización en un contexto “nada normal”, en el que la inflación se ha disparado, y la gestión del legado de la instrumentación de la larga etapa anterior –trece años– de posición acomodaticia, que tuvo que enfrentarse a dificultades de transmisión a los mercados monetarios y de deuda pública relacionada con la crisis bancaria y la del euro. Los tipos de interés anticipan ya fuertes subidas que se han trasladado a todos los mercados sin distorsiones, pero las inyecciones de liquidez a largo plazo y la compra de activos, aún en esta fase de renovación, seguirán marcando, junto a los drenajes masivos, la instrumentación.

Gran Moderación, globalización e inflación

El periodo conocido como la Gran Moderación es relevante para entender la idea que parece estar detrás de la estrategia del BCE. Abarcando desde finales de los años ochenta hasta 2007, fue un ciclo muy largo, global, expansivo, que permitió a las economías desarrolladas una inflación descendente y baja y un crecimiento económico sin pausas relevantes. Es decir, fue un gran periodo de prosperidad. Los tipos de interés a largo plazo, en el entorno del 2-2,5 % actualmente, con el tipo de intervención al 2 %, parecen descontar un mundo similar al de entonces: ni la deflación de la crisis de balance que se abrió en 2008, ni el mundo de espirales

inflacionistas de los años setenta. Este es el mundo que el BCE parece empeñado en preservar. Para ello es necesaria una rápida normalización, una acción decidida que ancle las expectativas de inflación en niveles bastantes aceptables.

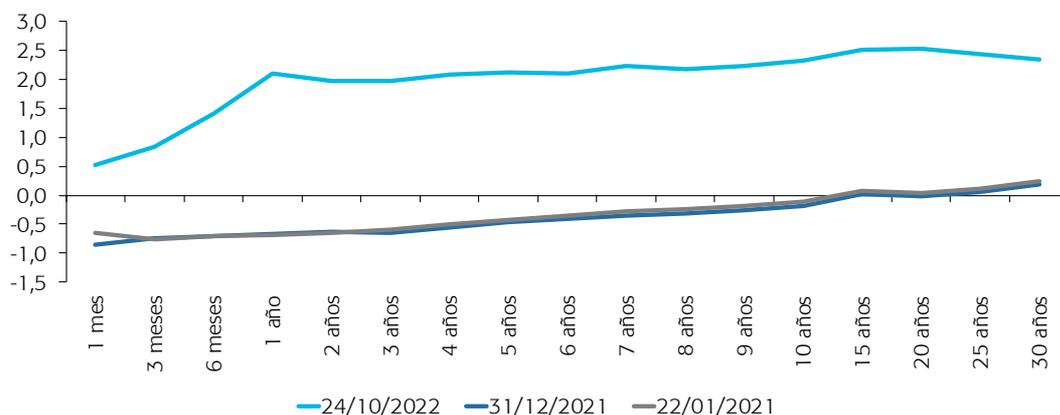
Diversos factores explican el origen de la Gran Moderación, pero podemos estar de acuerdo en estos tres: la aplicación masiva a los procesos, a las organizaciones y a las “cosas”, de la tecnología de la información y las comunicaciones que nace en los ochenta; la globalización, entendida no solo como incremento del comercio mundial, sino también como relocalización masiva de actividades, cambio de patrones de especialización de países emergentes y extensión de la construcción de cadenas

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Curva de rendimiento de la deuda pública alemana en 2021 y 2022

(Porcentaje)



Fuente: Afi con datos de Bloomberg.

de valor globales; y la caída secular del poder de negociación de los trabajadores a escala global, que explica la reducción del peso de los salarios en la tarta de la renta (Stansbury y Summers, 2020). La moderación salarial del periodo, en Estados Unidos y en la Unión Económica y Monetaria (UEM), explica la baja inflación de los precios de consumo y la generación de un largo ciclo de inversión productiva y de crecimiento de los beneficios empresariales. Los aumentos de los beneficios por acción se han traducido, para las corporaciones cotizadas, en una revalorización sin precedentes de las bolsas de acciones.

La creación de una burbuja de exceso de crédito, fundamentalmente vinculada al mercado inmobiliario en algunos países, y a su centrifugación a través de su financiación en los mercados internacionales de bonos, sentó las bases de la autodestrucción (provisional) de la Gran Moderación. Su explosión se materializaba brutalmente en la crisis financiera de 2007-2008, una crisis cuyo epicentro fueron los balances bancarios.

Su mitigación y combate precisó trece años de políticas monetarias muy expansivas en todo el mundo y de un paralelo proceso de recapitalización –privada y con ayudas públicas– y de reforma del sector bancario. Fueron años complejos para la

economía: primero, una muy dura recesión; después, años de crecimiento lento. Estaba lastrada por la necesidad de absorber pérdidas en los bancos y de diluir y transformar riesgos en los balances. En ese contexto, la inflación se mantuvo muy baja, los salarios estaban estancados y perdían peso en la renta. Surgieron los temores deflacionistas. Cuando ya parecía haberse superado lo peor, el Gran Confinamiento bloqueó la movilidad de las personas entre 2020 y 2021, agudizando los vientos deflacionistas.

Las crisis de balance son largas y precisan de actuaciones perseverantes durante muchos años para superarse. Tras el estallido, el BCE interrumpió los ascensos de tipos que había llevado a cabo en 2006 y 2007 y los redujo a partir de octubre del 4,25 % al 1 % en pocos meses, pasando de subastas a inyecciones a tipo fijo que proporcionaban masivamente la liquidez solicitada por el sistema. Los tipos se mantuvieron en el 1 %, con un tipo de drenaje de casi el cero, hasta 2011. Entonces subió levemente –de forma quizá fallida por el espejismo de una recuperación–, para en pocos meses volver a bajarlo, hasta un tipo de las operaciones principales de financiación (*MRO* por sus siglas en inglés) en el nivel del 0,25 % que se alcanzaba el 13 de noviembre de 2013, con un *corredor* entre el 0 %

y el 0,75 %. Mientras el MRO apuraba el umbral imposible del cero, el tipo de drenaje se hizo negativo en 2014, rompiendo el corredor y un tabú secular, para llegar al -0,50 % en septiembre de 2019, manteniéndose hasta julio de 2022.

La normalización gradual

Se interrumpió de forma abrupta el largo ciclo expansivo de la Gran Moderación, dando paso a trece años de deflación contenida y tipos cero. No obstante, los factores subyacentes que la habían alimentado —la tecnología, la globalización y la retracción del peso de los salarios— parecían estar vivos. Entre finales de 2021 y julio de 2022 se abrió el periodo que podríamos definir de normalización gradual. Se fundamentaba en una constatación: la posición acomodaticia extrema había resultado un éxito, pues había permitido la recuperación y dejaba atrás las tensiones deflacionistas. Esto no impedía cierta cautela, pues la economía europea estaba todavía muy por debajo de su potencial y ni siquiera había superado niveles anteriores a la pandemia. Esta situación era consecuencia de un *gap* estructural relacionado con la menor flexibilidad de la economía europea y con el hecho de que las respuestas de política fiscal son más rápidas en EE. UU. que en Europa, dadas las diferencias institucionales.

Entre finales de 2021 y julio de 2022 se abrió un periodo que podríamos definir de normalización gradual de la política monetaria. La posición acomodaticia extrema había resultado un éxito, pues había permitido la recuperación y dejaba atrás las tensiones deflacionistas. Esto no impedía cierta cautela, pues la economía europea estaba todavía muy por debajo de su potencial y ni siquiera había superado niveles anteriores a la pandemia.

Por una parte, ya estaba claro que la invasión rusa de Ucrania en febrero y, en menor medida, las restricciones de oferta internacional que generaban la política de COVID cero de China o los famosos cuellos de botella de las cadenas de valor globales,

en parte colapsadas por el retorno masivo a la movilidad internacional, eran gravemente inflacionistas. La posición del BCE debía dar señales de prudencia y gradualismo a la economía. De un lado, alerta ante la inflación, que escalaba peligrosamente, pero de otro, vigilancia ante la desaceleración de la economía por el propio ascenso de la inflación.

El BCE se limitaba a anunciar su nuevo discurso y los primeros cambios en la instrumentación, como el final de las compras de activos a partir de junio, desarrollaba su estrategia en un esquema “reunión a reunión”, sin *forward guidance* (Lane, 2022a), en el que los nuevos datos marcarían los pasos con que cubrir la amplia distancia existente desde el cero del MRO hasta alcanzar el tipo de interés de llegada (*terminal rate*). Mientras, las curvas de rentabilidades de la deuda AAA de la zona del euro se desplazaban hacia arriba, aplanándose en el entorno del 2-2,5 %, con un dólar fortaleciéndose frente al euro, anticipándose al nuevo entorno.

La normalización en una crisis de coste de la vida

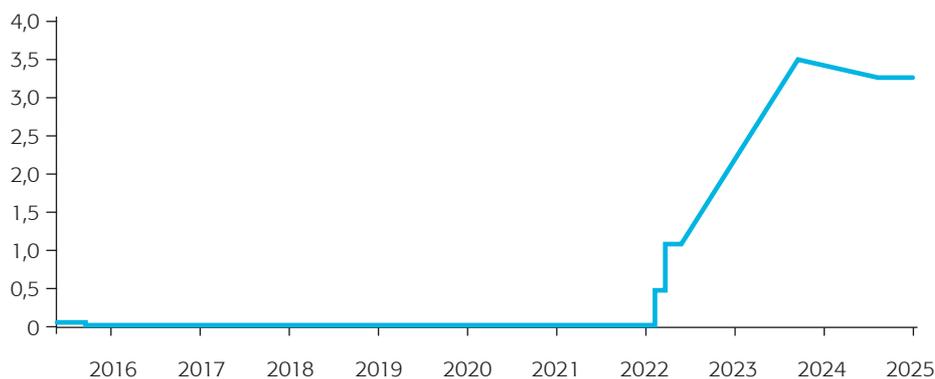
Desde verano, la normalización ha sido matizada, con un BCE mucho más beligerante. En mayo pasado Fabio Panetta, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, señalaba que ese proceso de normalización de la política monetaria debía discurrir aún “en unos tiempos nada normales” (Panetta, 2022): el *shock* externo de los precios energéticos, vinculado a la guerra en Ucrania, estaba elevando la tasa de inflación más allá de lo previsto, alcanzando niveles cercanos al 10 % en casi todos los países. Era claro que hacía falta un análisis más profundo para definir una estrategia eficaz en un entorno que se deterioraba rápidamente.

Isabel Schnabel, también miembro del Comité Ejecutivo del BCE, mostraba en sus más recientes presentaciones públicas la evolución del pensamiento estratégico del propio BCE. Esta alta ejecutiva acuñaba el término globalización de la inflación (Schnabel, 2022a). El resurgir de la inflación subyacente se derivaba de unas condiciones globales en las que las grandes firmas podían trasladar el

Gráfico 2

Tasa repo BCE y expectativas de mercado a octubre de 2022

(Porcentaje)



Fuente: Afi con datos de Bloomberg.

aumento del coste de sus *inputs* –energía, transporte, materias primas– a los precios de venta final, forta-

un periodo convulso de marcha atrás en la globalización que había que conjurar. Ante la incertidumbre, la acción monetaria debía ser más resuelta que prudente, más clara que gradual. A finales de septiembre, en su tercera comparecencia, aportaba un término adicional, la crisis de coste de la vida (Schnabel, 2022c), destacando que, en un contexto de “caída secular del poder de negociación de los trabajadores” –otro de los factores que estaba detrás de la Gran Moderación–, la inflación podría traducirse peligrosamente en una caída del consumo privado. La caída de los salarios reales ni abriría la puerta a segundas rondas de recuperación de poder adquisitivo ni conduciría a una moderación de la inflación subyacente, determinada globalmente por el poder de control de los márgenes de las grandes firmas, y ya no tanto por la demanda interna.

La inflación dependería así de la capacidad de las compañías de trasladar el aumento del coste de sus inputs a los precios y de cómo mayores beneficios puedan trasladarse después a mayores salarios. Solo un fuerte anclaje de las expectativas, guiado por una firme y rápida acción del BCE, podía detener la inflación. Era el comienzo del fin de la aproximación gradualista.

leciendo sus beneficios en el camino. Así, no puede confiarse en que la desvaloración doméstica corrija la inflación por sí sola. La inflación depende de la capacidad de las compañías de trasladar a los precios sus costes, aumentado márgenes, y de cómo más altos beneficios puedan trasladarse después a mayores salarios. Solo un fuerte anclaje de las expectativas, guiado por una firme y rápida acción del BCE, podía detener la inflación. Era el comienzo del fin de la aproximación gradualista.

Poco después, en agosto, Schnabel (2022b) señalaba el riesgo de que estuviera en ciernes nueva etapa, que acuñaba como la Gran Volatilidad,

Como siempre, lo importante para la economía y la inflación a batir es el nivel de los tipos, el nivel de llegada. La subida del tipo de la *MRO* de finales de octubre de 0,75 puntos básicos (pb) hasta el 2 % (1,5 % para el drenaje, facilidad de depósito, *DFR* en inglés), después de ascender 50 pb en julio y 0,75 pb en septiembre, debe analizarse en este contexto. El punto de partida de la normalización era tan bajo –el cero– que se precisaban subidas rápidas e intensas para asegurar el anclaje de expectativas.

Gráfico 3

Exceso de reservas bancarias y requerimiento mínimo en la eurozona

(Billones de euros)



Fuente: Afi con datos de Bloomberg.

¿Cuál es el punto de llegada de esta normalización? Los tipos de referencia han subido ya 2 pp. Se trata de un mensaje claro de determinación en el cumplimiento del objetivo de inflación del 2 %. El BCE revisará su estrategia y también su *terminal rate* "reunión a reunión" y la concreción de nuevas subidas dependerá fundamentalmente de la evolución de las expectativas de inflación. El gobernador del Banco de España daba a conocer recientemente la estimación de sus modelos (Hernández de Cos, 2022): una mediana del 2,25 %-2,50 % para el tipo de llegada permitiría alcanzar una tasa de inflación del 2 % –el objetivo– al final de 2024. Los mercados hoy descuentan subidas algo más pronunciadas.

El legado del balance del BCE y su gestión

El principal canal de transmisión de la política monetaria son los tipos de interés. En concreto, como es conocido, el BCE trata de incidir sobre el tipo de interés a un día (antes el EONIA, ahora en €STR) para desde ahí, a través de las expectativas del mercado de evolución futura de éste, influir sobre los tipos de la curva del mercado monetario

y toda la curva de tipos de interés, cuya referencia básica es la curva *swap*.

La Gran Recesión abrió una etapa larga y compleja, en la que el crédito y la liquidez eran protagonistas. La política monetaria acomodaticia debía instrumentarse sin que el mercado interbancario funcionase plenamente. Este mercado se bloqueó: los bancos no querían prestarse entre ellos sin garantías suficientes. Las necesidades de liquidez de una parte del sistema bancario, a la que el resto no prestaba fondos, debían ser proporcionadas por el BCE a plazos superiores a la semana de la facilidad tradicional de inyección de liquidez.

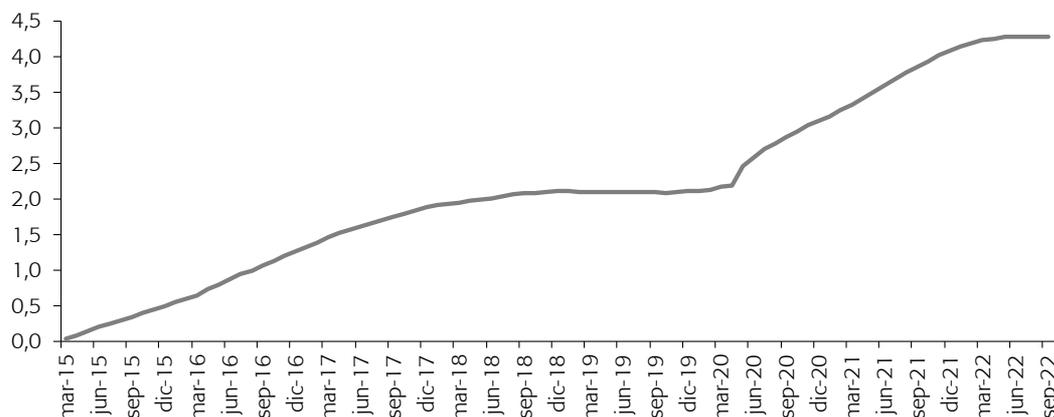
A las inyecciones de liquidez de la facilidad permanente –el *MRO*, un repo semanal– se unieron pronto las *LTRO* (repo a dos y tres años) y después, las *TLTRO*, que trataban además de incentivar el crecimiento del crédito mediante un *target* u objetivo individualizado.

La última inyección extraordinaria fue en diciembre de 2021. El saldo actual de las operaciones de refinanciación a largo plazo, resultado de la renovación y amortización de las distintas oleadas de *TLTRO*, se eleva a 2,1 billones de euros, con amortizaciones obligatorias al final de 2022, 2023

Gráfico 4

Total compras de deuda pública

(Billones de euros)



Fuente: Afi con datos de Bloomberg.

y 2024. El sistema ha venido manteniendo los saldos de financiación hasta su amortización, pero en su decisión de 27 de octubre el BCE ha eliminado el margen que existía, por lo que desaparece este incentivo. El bajo coste de las inyecciones a largo plazo, en el clima de incertidumbre en que se realizaron, incentivó la acumulación de reservas excedentarias de los bancos en el BCE, drenadas en la facilidad diaria o mantenidas en la cuenta de reservas. En 2019 éste reformó el sistema de retribución con el fin de evitar parte del impacto negativo de su retribución, que estaba marcada por la facilidad de depósito. Ya con la subida de tipos de septiembre el sistema trasvasó parte de sus excedentes a la facilidad de drenaje, reduciendo el tamaño del balance del BCE, que seguirá reduciéndose en adelante.

A partir de 2012, la fragmentación del mercado de deuda pública, que definía condiciones ajenas a los fundamentos en los llamados países periféricos, se convirtió en un nuevo frente. Sus rentabilidades recogían una fuerte prima por una eventual ruptura del euro, con el consiguiente riesgo de redenominación. La volatilidad de las primas de riesgo ponía en cuestión la capacidad de transmisión de la política monetaria a la curva de tipos de interés. Este es también uno de los legados que aún hoy pesa en esta etapa de normalización, a pesar de que los

programas de compra de activos —anunciados en 2012 en el discurso del *whatever it takes* del presidente del BCE en plena crisis del euro— y los esfuerzos hacia políticas comunes de gasto de inversión en la UEM hayan hecho mucho por atenuarlo (Amor, Jiménez y Pino, 2022).

Los sucesivos programas de compra de activos —APP de activos públicos o privados y PEPP en la pandemia— fueron diseñados para influir directamente a lo largo de la curva de interés, a la baja, y evitar la fragmentación de los mercados de deuda pública de los estados nacionales. En julio de este año el BCE eliminó los programas de compra, aunque renueva las amortizaciones de los bonos existentes en su cartera. Además, anunció un programa de uso contingente en casos específicos en el mercados de bonos.

Conclusiones: la normalización nada normal

La normalización de los tipos de interés durante 2022, después de trece años de política acomodaticia, está sujeta a fuertes incertidumbres, muchas de ellas por las tensiones geoestratégicas relacionadas

Cuadro 1

Balance del eurosistema: operaciones de política monetaria y sus contrapartidas

(Miles de millones de euros)

	Septiembre 2022	Agosto 2022	Diciembre 2021
ACTIVO			
Inyección tradicional	4	1	0
Inyección a largo plazo	2.124	2.125	2.206
Programas de compra de activos	4.951	4.955	4.706
Drenaje de la facilidad de depósito	-2.891	-655	-746
BALANCE TOTAL	4.188	6.425	6.167
PASIVO			
Reservas de entidades de crédito	1.887	3.956	3.769
Factores autónomos			
Billetes	1.570	1.587	1.533
Depósitos de administraciones públicas	520	566	608
Oro y activos netos en divisas	952	950	842
Resto			

Nota: la significativa reducción del balance en septiembre se debe a la recomposición desde las posiciones de reservas bancarias (excedente) a los saldos de la facilidad de depósito (drenaje) ante el aumento al 0,75 % de la retribución de esta decidida por BCE el 14 de septiembre de 2022.

Fuente: Banco de España.

con la invasión de Ucrania, pero es claro que se desarrolla rápidamente.

Solo una actuación decidida y rápida del BCE mostraría la determinación de éste para reconducir la inflación hacia niveles compatibles con el objetivo del 2 % simétrico y que las expectativas permanecieran ancladas.

El BCE se enfrenta a una situación extraordinaria en la que no puede confiar en que la desaceleración de la economía corrija por sí sola la inflación. Antes al contrario, la reducción del poder de negociación de los trabajadores haría probable un periodo prolongado de pérdida de poder adquisitivo de los salarios —una crisis de coste de la vida—, que tendría

un impacto negativo en el consumo, sin que ello reduzca por sí mismo la inflación subyacente. Mas allá de la volatilidad de las materias primas, la inflación sería hoy un fenómeno relacionado con el poder de fijación de márgenes de las corporaciones globales. Solo una actuación decidida y rápida del BCE mostraría la determinación de éste para reconducir la inflación hacia niveles compatibles con el objetivo del 2 % simétrico y que las expectativas permanecieran ancladas.

Desde este año, el BCE ha iniciado también una normalización de la instrumentación de la política monetaria. Instrumentos como los repos de inyección de liquidez a mayor plazo (*TLTRO*) o los programas de compras de activos, de la etapa anterior, que configuraron un legado relevante, irán revirtiéndose de forma natural. El balance del BCE será sensible a ello y seguirá reduciéndose.

Referencias

- AMOR, J. M., JIMÉNEZ, S. y PINO, J. (2022). Deuda de la periferia de la UEM ante la potencial retirada de estímulos monetarios y la crisis geopolítica. *Cuadernos de Información Económica*, 287, marzo/abril.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2022). La política monetaria en el área euro: situación actual y adónde nos dirigimos. Banco de España, septiembre. Disponible en: www.bde.es
- LANE, P. R. (2022a). Monetary policy in the euro area: the next phase, speech, ECB, 29 de agosto. Disponible en: www.ecb.europa.eu
- LANE, P. R. (2022b). The transmission of monetary policy, speech, ECB, 11 de octubre. Disponible en: www.ecb.europa.eu
- PANETTA, F. (2022). Normalising monetary policy in non-normal times, speech, ECB, 25 de mayo. Disponible en: www.ecb.europa.eu
- SCHNABEL, I. (2022a). The globalisation of inflation, speech, ECB, 11 de mayo. Disponible en: www.ecb.europa.eu
- SCHNABEL, I. (2022b). Monetary policy and the Great Volatility, speech, ECB, 27 de agosto. Disponible en: www.ecb.europa.eu
- SCHNABEL, I. (2022c). Monetary policy in a cost-of-living crisis, speech. ECB, 30 de septiembre. Disponible en: www.ecb.europa.eu
- STANSBURY, A. y Summers, L. H., (2020). The declining worker power hypothesis: an explanation for the recent evolution of the American economy. *Working Paper 27193*, NBER.

Análisis sectorial de la morosidad bancaria: España en el contexto europeo

Joaquín Maudos*

A pesar de la intensidad de las dos crisis que ha sufrido la economía en los últimos tres años (la del COVID-19 y la de las materias primas, recrudecida por la guerra en Ucrania), la tasa de morosidad no ha aumentado en la banca española, lo que en parte se explica por las medidas adoptadas para paliar el impacto de dichas crisis. No obstante, en el caso de las empresas, el análisis desagregado a nivel sectorial muestra importantes diferencias tanto en la tasa de morosidad como en su evolución en estos últimos años. Aunque predominan los sectores con caídas de la morosidad, en los más vulnerables al impacto de la crisis, esa tasa sí ha aumentado, como es el caso de la hostelería y las actividades que tienen que ver con el ocio y entretenimiento. En la comparativa con la UE, destaca sobremanera el sector de las actividades recreativas, artísticas y de entretenimiento, con una tasa de morosidad en España que duplica la europea. Dada la importante revisión a la baja del crecimiento del PIB para 2023, en un contexto de inflación que obliga a la subida de tipos y al consiguiente endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación, lo más probable es que la morosidad presente un punto de inflexión en los próximos meses, lo que aconseja al sector bancario no relajar su política de provisiones, tal y como advierten los supervisores.

En poco más de dos años se han sucedido dos crisis económicas: la que estalló con el inicio de la pandemia en marzo de 2020 y la que se gestó a finales de 2021 con el aumento del precio de las materias primas, y que se ha intensificado con fuerza con el inicio de la guerra en Ucrania. En el primer caso, el PIB en España cayó un 11,3 %

en 2020 y en el segundo, diversas instituciones (OCDE, Banco de España, FMI) han rebajado sustancialmente las previsiones de crecimiento para 2023, dada la enorme incertidumbre que existe en un contexto de elevada inflación que obliga a una fuerte subida de tipos que encarece el acceso a la financiación.

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

A pesar de este complicado entorno macroeconómico, la morosidad bancaria sigue sin aparecer e incluso la tasa ha caído en relación con los niveles previos a la pandemia. Es un resultado anómalo que se explica por el conjunto de medidas desplegadas para amortiguar el impacto de la crisis, como los ERTE, las moratorias, los avales públicos (que han evitado la destrucción de empleo) y los “paréntesis” regulatorios (por ejemplo, en materia de clasificación de activos según su riesgo).

No obstante, si bien la tasa agregada de morosidad sigue cayendo, ese dato enmascara importantes diferencias entre sectores, lo que es lógico teniendo en cuenta que la crisis del COVID-19 ha impactado con más fuerza en determinados sectores de la economía, como aquellos que han estado más afectados por las restricciones a la movilidad (restauración, alojamiento, comercio, ocio, etc.).

Además de las diferencias en la tasa de variación, también hay importantes disparidades en el nivel de la tasa de morosidad en función del destino del crédito, y dentro del crédito a las empresas, también entre sectores.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la dinámica reciente de la morosidad bancaria, descendiendo al mayor detalle posible según el destino del crédito y por ramas de actividad. El interés principal es analizar el impacto diferencial de las dos últimas crisis por sectores, contrastando la banca española con la europea. Para ello, se compara la situación del tercer trimestre de 2019 (primer dato que ofrece la Autoridad Bancaria Europea, EBA, a nivel desagregado por ramas de actividad) con el último disponible del segundo trimestre de 2022. Se han utilizado, en primer lugar, datos de grupos consolidados (que incluyen el negocio de las filiales en el exterior) para comparar la banca española con la de la Unión Europea (UE), para en segundo lugar, aportar evidencia del negocio doméstico en España.

Evolución reciente de la tasa de morosidad

Antes del estallido de la pandemia, la tasa de morosidad de la banca española (grupos consolidados) era del 3,44 %, 0,56 puntos porcentuales (pp) por encima del 2,88 % del promedio de la banca europea. Frente a los principales sectores bancarios europeos, la tasa de morosidad de la banca española superaba la de Alemania (1,23 %) y Francia (2,6 %), pero era claramente inferior a la de Italia (7,22 %).

La tasa de morosidad es mayor en los préstamos a las empresas (4,36 %) que a las economías domésticas (3,57 %). En el primer caso, es sustancialmente mayor en las pymes (6,7 %), y en el segundo, menor en hipotecas (2,71 %).

A fecha de junio de 2022 (última disponible), la tasa de morosidad de la banca española ha caído hasta el 2,76 %, al igual que lo ha hecho el promedio de la banca europea y de sus principales países. No obstante, la brecha con la UE se ha ampliado de 0,56 pp a finales de 2019 a 0,95 pp en junio de 2022. Es de destacar la caída de la tasa de morosidad de la banca italiana, que en solo dos años y medio ha pasado del 7,22 % al 2,57 %, situándose así por debajo de la banca española. Por tanto, en el segundo trimestre de 2022 la tasa de morosidad de la banca española supera a la de los principales países de la UE (gráfico 1a).

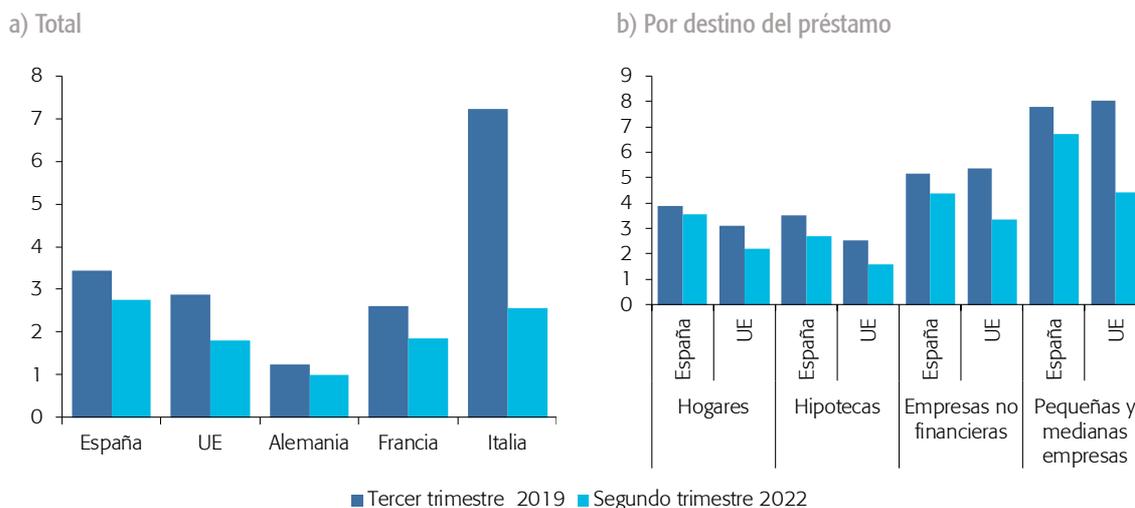
La tasa de morosidad es mayor en los préstamos a las empresas (4,36 %) que a las economías domésticas (3,57 %)¹. En el primer caso, es sustancialmente mayor en las pymes (6,7 %) y en el segundo, menor en hipotecas (2,71 %). La mayor diferencia con la UE se da en los préstamos a las pymes, ya que la tasa de morosidad de España es 2,3 pp superior a la europea. Tanto en los préstamos a empresas como a familias, la tasa de morosidad es mayor en España (gráfico 1b).

¹ Estas tasas de morosidad que ofrece la EBA se refieren a los préstamos a coste amortizado.

Gráfico 1

Tasa de morosidad del préstamo. Grupos consolidados

(En porcentaje)



Fuente: Autoridad Bancaria Europea (EBA).

Respecto al impacto de las dos crisis sufridas desde inicios de 2020, en ningún caso se ha traducido en un aumento de la morosidad, ya que la tasa ha caído en todos los destinos del crédito, tanto en España como en la UE.

Tasa de morosidad por ramas de actividad

En el caso del préstamo destinado a las empresas, la EBA ofrece información desagregada a nivel de 19 ramas de actividad, lo que permite enriquecer el análisis de la morosidad. A la vista de la información que aporta el cuadro 1, se constata que aunque predomina el número de sectores en los que en España ha caído la tasa de morosidad, hay ramas en las que ha aumentado de 2019 a 2022 y con intensidad. Es el caso de las actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento, donde la tasa se ha duplicado, pasando del 7,12 % al 14,75 %. Con semejante aumento es con diferencia el sector con la mayor tasa de morosidad en la actualidad. Además, contrasta ese aumento con la evolución en la banca europea, en la que la tasa de morosidad ha caído. También es

de destacar el aumento en el préstamo destinado al sector de la hostelería, cuya tasa de morosidad ha subido 4,11 pp, pasando del 5,15 % al 9,26 %. De esta forma, de las 19 ramas de actividad, la hostelería es en la actualidad la segunda con mayor tasa de morosidad. También contrasta el aumento que ha tenido en España, al contrario que en la UE. Tanto las actividades de ocio como la hostelería han estado afectadas por la pandemia, con importantes restricciones a la movilidad, lo que las ha convertido en sectores altamente vulnerables.

Otro rasgo por destacar del cuadro 1 es que existe un importante rango de variación en la tasa de morosidad entre sectores, que en España oscila entre un valor máximo del 14,75 % en las actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento a uno mínimo del 0,52 % en los préstamos a las administraciones públicas. Junto a las actividades relacionadas con el ocio (como las señaladas y la hostelería), la tasa de morosidad también es elevada en el sector de la construcción (7,48 %), aunque es un rasgo que se arrastra desde el pasado y que se va corrigiendo poco a poco en el tiempo.

Cuadro 1

Tasa de morosidad del préstamo bancario. Grupos bancarios consolidados

(En porcentaje)

	Tercer trimestre de 2019					Segundo trimestre de 2022				
	España	UE	Alemania	Francia	Italia	España	UE	Alemania	Francia	Italia
Total	5,17	5,36	2,47	4,15	12,44	4,36	3,36	2,19	3,32	4,39
A - Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	5,50	7,14	5,55	4,77	11,57	5,00	3,88	3,15	4,19	4,31
B - Industrias extractivas	3,20	6,53	5,24	3,77	7,57	2,57	5,41	6,81	3,41	3,98
C - Industria manufacturera	4,83	5,64	2,96	4,63	9,73	3,42	3,62	3,46	4,21	3,09
D - Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado	3,26	2,67	1,49	2,65	5,87	2,89	1,39	1,16	0,76	1,69
E - Suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación	2,57	3,35	1,50	4,63	7,32	2,33	1,69	0,47	3,08	2,26
F - Construcción	9,91	14,11	5,21	8,36	32,08	7,48	6,75	4,13	7,43	10,56
G - Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos de motor y motocicletas	5,76	6,12	3,64	5,04	9,41	4,66	3,91	3,21	4,06	3,29
H - Transporte y almacenamiento	4,09	6,61	12,22	3,38	11,50	4,39	4,20	3,54	3,96	3,32
I - Hostelería	5,15	8,74	5,54	8,20	15,53	9,26	8,67	3,45	9,13	8,47
J - Información y comunicaciones	2,62	3,23	0,94	5,26	4,77	1,94	1,97	1,08	1,83	2,51
K - Actividades financieras y de seguros	2,65	3,18	0,59	3,27	5,66	1,40	2,08	2,98	1,94	1,22
L - Actividades inmobiliarias	4,61	3,25	0,98	3,27	17,43	3,77	1,97	1,44	1,87	7,29
M - Actividades profesionales, científicas y técnicas	5,29	4,60	2,46	3,50	7,17	6,35	3,57	2,48	3,94	2,39
N - Actividades administrativas y servicios auxiliares	3,78	3,17	2,27	2,32	9,90	3,91	3,26	3,11	2,68	6,33
O - Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria	0,82	1,12	0,02	1,19	7,08	0,52	0,67	0,00	0,92	0,17
P - Educación	6,43	4,24	1,42	2,63	9,43	5,53	3,55	0,82	3,45	3,17
Q - Actividades sanitarias y de servicios sociales	3,20	3,18	0,79	1,93	5,28	3,11	2,22	1,16	1,80	4,23
R - Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento	7,12	7,47	2,95	5,08	17,48	14,75	7,16	2,43	5,59	7,33
S - Otros servicios	3,98	4,96	2,45	4,05	4,81	2,58	3,00	2,10	2,58	4,36

Fuente: Autoridad Bancaria Europea (EBA).

En la comparativa con la UE, destaca sobremanera el sector de las actividades recreativas, artísticas y de entretenimiento, con una tasa de morosidad en

Entre 2019 y 2022 la tasa de morosidad ha aumentado con intensidad en las actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento, pasando del 7,12 % al 14,75 %. También es de destacar el aumento de dicha tasa en la hostelería, pasando del 5,15 % al 9,26 %. Ambas son las dos ramas con mayor tasa de morosidad en la actualidad.

España que duplica la europea (14,75 % vs 7,16 %) y que se sitúa muy por encima de la de los principales sectores bancarios europeos.

Composición sectorial de la morosidad

La información más reciente de junio de 2022 sitúa el volumen de préstamos morosos de la banca española en 78.874 millones de euros, lo que supone el 21 % del total de los sectores bancarios de la UE. De esa cuantía, el 55 % está en préstamos a las economías domésticas y el resto en préstamos a empresas. En el caso de las economías domésticas, la morosidad en hipotecas representa el 29 % de la morosidad total de la banca española, mientras que en el caso de las empresas, las pymes concentran el 44 % de la morosidad total de la banca. En comparación con la UE, en la banca española pesa mucho más la morosidad en los préstamos a las familias (16 pp más, de los que 11 pp están en hipotecas), lo que es lógico teniendo en cuenta el mayor peso que tiene en España el préstamo para la compra de vivienda.

Si ponemos el foco en las empresas para analizar el impacto diferencial de la crisis por ramas de actividad, la composición sectorial del volumen de préstamos morosos a nivel de 19 sectores muestra que de 2019 a 2022 ha crecido el peso de los préstamos

morosos a las actividades financieras y de seguros (ya que ha pasado del 1,65 % al 3,54 %, aumento en puntos similar al de la banca de la UE), la industria manufacturera (del 17,88 % al 19,08 %), y la información y telecomunicaciones (del 3,1 % al 3,77 %). En cambio, cae el peso de la construcción (del 9,20 % al 6,61 %) y otros servicios (del 5,96 % al 4,34 %).

Si nos fijamos en la composición actual del volumen de préstamos morosos y lo comparamos con el de la UE (cuadro 2), lo que más destaca es el peso mucho más reducido que tiene en España el sector inmobiliario, ya que frente al 24,66 % que representa en la banca europea, en España es el 10,15 %. En cambio, en España pesa más la morosidad en préstamos al comercio (18,12 % vs 12,96 %), la industria manufacturera (19,06 % vs 15,97 %) y la hostelería (5,07 vs 2,71 %). Entre la industria manufacturera, el comercio y las actividades inmobiliarias concentran casi la mitad de la morosidad de la banca española.

Morosidad en el negocio doméstico en España

En el caso del negocio en España, la tasa de morosidad del crédito a otros sectores residentes se sitúa a fecha agosto de 2022 en el 3,86 % (47.237 millones de euros), 1 pp por debajo de la de antes del estallido de la pandemia. En el préstamo a las empresas (a fecha de junio), la tasa es del 4,55 % y en las familias del 3,33 %, siendo del 2,71 % en el destinado a la compra de vivienda y del 4,59 % al consumo. En todos los casos, el nivel actual está por debajo del de antes de inicio de la pandemia, por lo que se sigue sin acusar el impacto de la crisis en la morosidad bancaria. Lo mismo ocurre con los préstamos en especial vigilancia, que siguen cayendo y representan el 7 % del total, aunque el porcentaje es superior al de antes de la pandemia.

Por ramas productivas², la tasa de morosidad ha caído en todas ellas, a excepción de la hostelería,

² La desagregación por ramas productivas que ofrece el Banco de España en el negocio doméstico es inferior a la que ofrece la EBA para los grupos consolidados.

Cuadro 2

Distribución sectorial de la morosidad de los préstamos a las empresas. Grupos bancarios consolidados

(Porcentajes)

	Tercer trimestre de 2019		Segundo trimestre de 2022		Variación 3T-2019/2T-2022	
	España	UE	España	UE	España	UE
A - Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	2,64	3,81	2,65	3,75	0,00	-0,06
B - Industrias extractivas	1,83	1,92	1,81	1,42	-0,02	-0,49
C - Industria manufacturera	17,88	15,86	19,06	15,97	1,18	0,11
D - Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado	5,95	4,34	6,44	5,17	0,49	0,83
E - Suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación	0,83	0,86	0,72	0,92	-0,11	0,06
F - Construcción	9,20	5,59	6,61	4,99	-2,60	-0,59
G - Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos de motor y motocicletas	17,40	13,40	18,12	12,96	0,72	-0,44
H - Transporte y almacenamiento	6,44	5,96	6,68	5,82	0,24	-0,14
I - Hostelería	4,66	2,76	5,07	2,71	0,41	-0,05
J - Información y comunicaciones	3,10	2,73	3,77	2,87	0,68	0,14
K - Actividades financieras y de seguros	1,65	2,76	3,54	4,46	1,88	1,71
L - Actividades inmobiliarias	10,93	24,37	10,15	24,66	-0,77	0,29
M - Actividades profesionales, científicas y técnicas	4,40	4,59	4,62	4,90	0,22	0,32
N - Actividades administrativas y servicios auxiliares	3,35	3,76	3,30	3,81	-0,05	0,05
O - Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria	0,25	0,34	0,57	0,28	0,32	-0,06
P - Educación	0,58	0,39	0,51	0,29	-0,07	-0,10
Q - Actividades sanitarias y de servicios sociales	2,24	1,93	1,41	1,81	-0,83	-0,12
R - Actividades artísticas, recreativas y de entrenamiento	0,69	0,57	0,63	0,55	-0,06	-0,02
S - Otros servicios	5,96	4,07	4,34	2,64	-1,62	-1,43

Fuente: Autoridad Bancaria Europea (EBA).

donde ha aumentado 2,9 pp, del 5,44 % en marzo de 2020 al 8,41 % en junio de 2022. También ha crecido en transporte, fabricación de material de transporte e industrias extractivas, aunque el aumento en estas ramas es marginal. Por el contrario, destaca la caída en el sector de la construcción (3,1 pp, del 11,44 % al 8,39 %), fabricación de minerales no metálicos (6,7 pp, del 12,25 % al 5,56 %) y metalurgia (2,23 pp, del 8,53 % al 6,24 %).

A fecha junio de 2022, las ramas productivas con mayores tasas de morosidad en el negocio de la banca en España (por encima del 6 %) son la hostelería (8,84 %), la construcción (8,39 %), la metalurgia (6,24 %) y las industrias extractivas (6,20 %).

Por el contrario, las más bajas (por debajo del 3 %) tienen lugar en los sectores del petróleo (0,03 %), finanzas (0,32 %), química (2,24 %) y material de transporte (2,29 %).

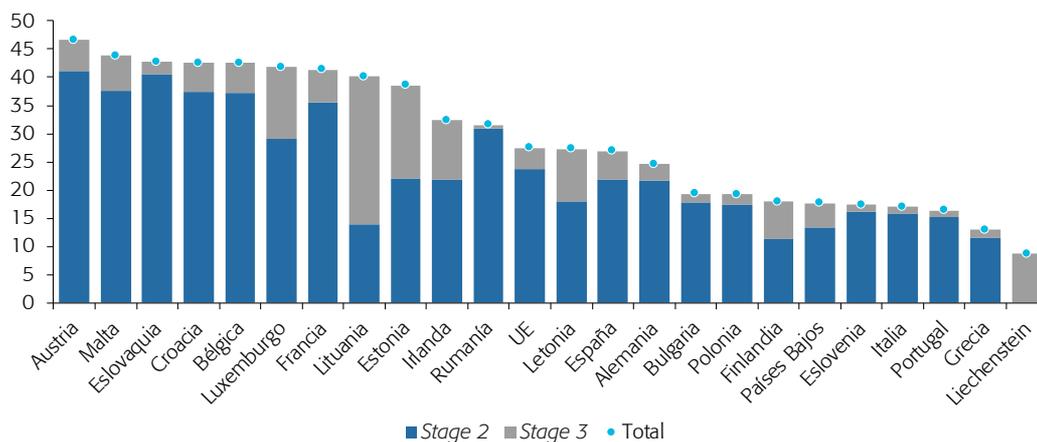
La morosidad en los préstamos con garantía pública

Un tema de preocupación en España es el aumento de la morosidad en los préstamos avalados por el ICO, que se concedieron para paliar el impacto de la crisis del COVID-19 en las empresas. El importe máximo que alcanzaron esos préstamos

Gráfico 2

Préstamos con garantías públicas en situación de especial vigilancia (*stage 2*) y morosidad (*stage 3*)

(Porcentaje sobre el total de préstamos con aval público)



Nota: Chipre, Dinamarca, Hungría, Islandia y Suecia no ofrecen datos.

Fuente: Autoridad Bancaria Europea (EBA).

es de 109.000 millones de euros, estando pendientes de amortizar 99.000 millones a fecha junio de 2022. Son créditos que han sido de gran importancia para apoyar a los sectores más vulnerables.

*Del total de préstamos concedidos con aval público durante la pandemia, el 21,8 % se encuentran en especial vigilancia (*stage 2*) y el 5,13 % están calificados como morosos (*stage 2*).*

La EBA aporta información de la calidad de los préstamos con garantía pública, lo que permite ver cómo ha ido evolucionando esa calidad con el paso del tiempo y en qué situación se encuentran en este momento. Con datos de junio de 2022, la suma de los préstamos en especial vigilancia (*stage 2*) y dudosidad (*stage 3*) suponen el 26,9 % del total de los concedidos con aval público. Es un porcentaje que ha ido aumentando con el tiempo, y en concreto 7,3 pp en los últimos doce meses. De ese porcentaje del 26,9 %, el que corresponde a morosos es del 5,13 % y el 21,79 % restante está en situación de especial vigilancia. La tasa de morosidad ha aumentado desde julio de 2021 en 3,1 pp y los que

están en especial vigilancia 4,2 pp. Es un signo, por tanto, del deterioro de la calidad de estos préstamos avalados por el ICO.

En comparación con el resto de los países de la UE (gráfico 2), el peso de los préstamos con garantía pública en situación de riesgo (*stage 2+3*) en España está ligeramente por debajo de la media (27,44 %). No obstante, en los que están en situación de mora, el porcentaje es mayor en España, en concreto 1,38 pp superior (5,13 % vs 3,75 %). En el caso de los principales países de la eurozona, la tasa de morosidad de España de los préstamos con aval público supera la de Alemania (2,94 %) e Italia (1,14 %) pero es inferior a la de Francia (5,74 %).

Conclusiones

A pesar de la intensidad de la crisis del COVID-19, la tasa de morosidad sigue cayendo en España, al igual que lo ha hecho en la banca europea, lo que en parte se explica por las medidas adoptadas para amortiguar el impacto de la crisis que, a su vez, han evitado la destrucción de empleo. No obstante, en los sectores más vulnerables a las restricciones a

la movilidad, ha aumentado la tasa de morosidad, como es el caso de la hostelería y las actividades relacionados con el ocio. También es una buena noticia que en la banca española haya disminuido el porcentaje de préstamos en situación de especial vigilancia (aunque se mantiene por encima de antes de la pandemia) y que sea menor que el de la banca europea.

A pesar de estos buenos resultados, la tasa de morosidad sigue siendo mayor en la banca española que en la europea, por lo que debe proseguir el esfuerzo por reducirla. Además, dada la incertidumbre que rodea al cuadro macroeconómico que tenemos por delante (con recortes en el crecimiento del PIB en 2023 y aumento de la inflación), no hay que bajar la guardia en materia de provisiones, porque lo más probable es que la tasa de morosidad repunte en los próximos meses. Hay sectores intensivos en el uso de la energía que se enfrentan a un futuro muy complicado por el elevado precio de la energía,

lo que incide en la calidad de la exposición de la banca a esos sectores. A ello se suma el impacto del endurecimiento en el acceso a la financiación tanto de empresas (las pymes son más vulnerables y parten de mayores niveles de morosidad) como de familias (por la subida de tipos), lo que afecta a su capacidad para hacer frente a los compromisos de pago de la deuda bancaria y que acabará impactando en la tasa de morosidad. Son reflexiones y advertencias en línea con las que han señalado recientemente supervisores como el Banco de España (2022) o la EBA (2022).

Referencias

BANCO DE ESPAÑA. (2022). La situación de la banca española en el nuevo entorno macrofinanciero. *V Foro Banca/elEconomista*, Pablo Hernández de Cos, Gobernador, 04.10.2022.

EBA (2022). Risk Dashboard. Data as of Q2 2022.

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	4,5	1,3	-1,9	5,1	4,6	5,5	17,4	7,6	1,0	3,5	
2023	0,7	0,1	0,9	1,7	3,2	0,1	1,4	1,1	0,5	0,2	
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
	III	3,8	1,4	-2,7	6,3	5,8	6,7	18,0	9,8	0,8	3,0
	IV	1,0	0,1	-0,5	6,0	6,6	5,4	11,0	6,7	-0,8	1,8
2023	I	0,7	1,3	0,1	2,3	6,9	-2,1	3,1	4,2	1,0	-0,3
	II	-0,3	0,4	1,6	0,5	0,7	0,2	-0,3	2,5	0,8	-1,1
	III	0,4	-0,3	1,3	1,1	1,3	1,0	1,2	0,7	0,3	0,1
	IV	1,3	1,1	1,2	2,8	1,5	4,1	2,4	2,6	1,4	-0,1
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
	III	0,2	1,1	0,6	0,6	-0,1	1,2	1,3	3,7	1,0	-0,8
	IV	-0,5	-1,0	0,4	-0,4	0,2	-1,0	-0,7	-1,0	-0,5	0,1
2023	I	-0,5	0,0	0,3	-0,4	0,2	-1,0	-2,3	-1,4	0,0	-0,5
	II	0,5	0,3	0,3	0,7	0,4	1,0	1,5	1,3	0,4	0,1
	III	0,9	0,4	0,3	1,2	0,4	2,0	2,8	1,9	0,5	0,4
	IV	0,4	0,4	0,3	1,2	0,4	2,0	0,5	0,8	0,5	-0,1
	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	1.310	56,8	20,1	20,3	10,4	9,8	42,4	40,2	97,8	2,2	
2023	1.377	56,9	20,2	20,4	10,7	9,7	42,6	40,7	98,1	1,9	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

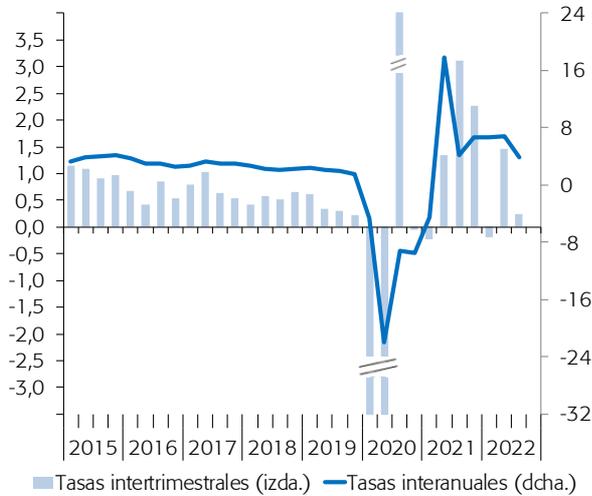


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

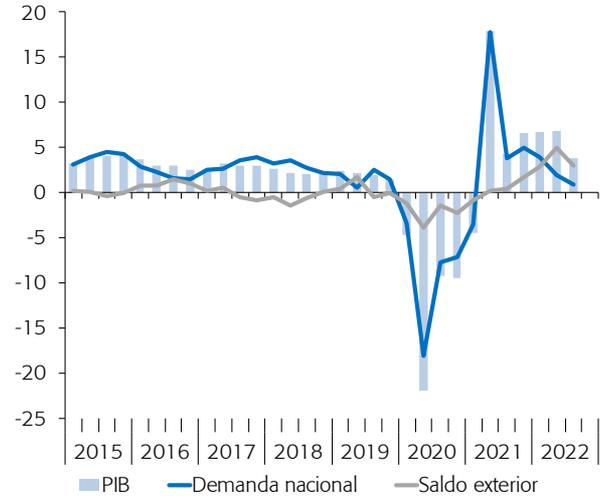


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

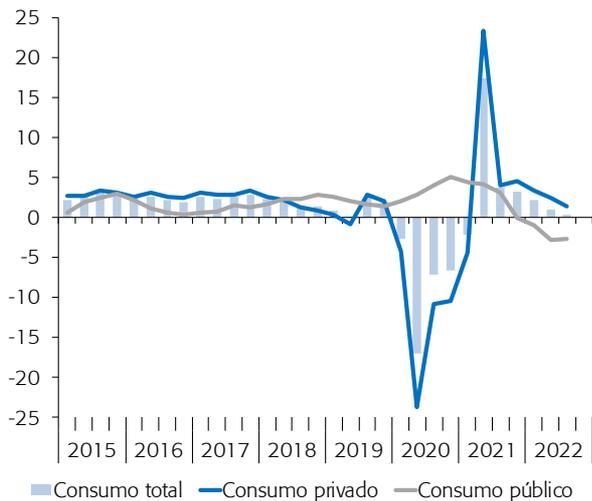
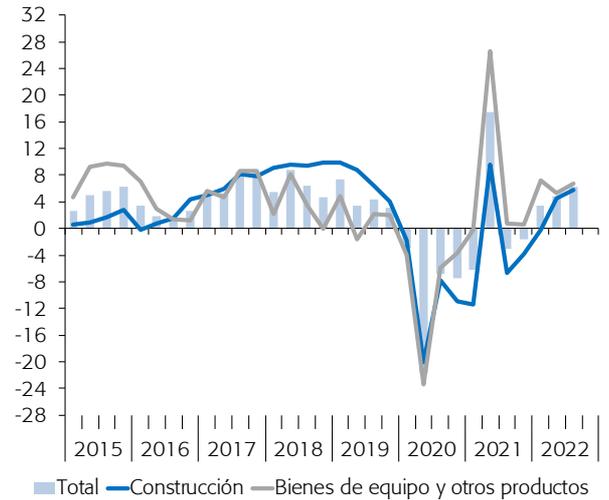


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



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	IV	-9,5	9,1	-7,4	-8,3	-11,9	-10,4	-0,8	-13,5	-9,1
2021	I	-4,6	4,1	-0,2	-0,2	-9,6	-5,4	1,6	-7,7	-3,1
	II	17,9	0,0	27,5	36,1	13,3	17,3	3,2	23,4	17,6
	III	4,1	2,5	0,4	3,0	-8,2	6,0	1,2	7,7	5,3
	IV	6,4	1,8	3,2	4,0	-4,1	8,2	-1,3	11,7	8,7
2022	I	6,4	3,9	2,7	4,9	0,6	7,8	-1,9	11,4	9,5
	II	6,7	-1,2	4,5	5,5	5,1	7,7	-5,5	12,4	7,2
	III	3,9	-1,4	3,1	2,7	5,2	4,2	-4,7	7,2	3,0
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales										
2020	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
	III	0,5	0,2	0,1	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,8	-2,3
	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

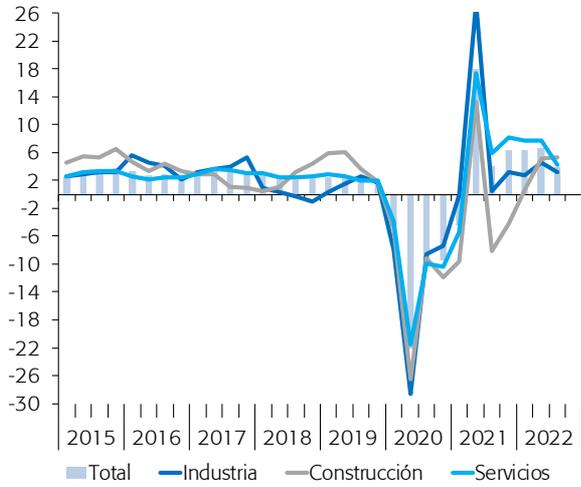


Gráfico 2.2.- VAB, industria
Tasas de crecimiento interanuales

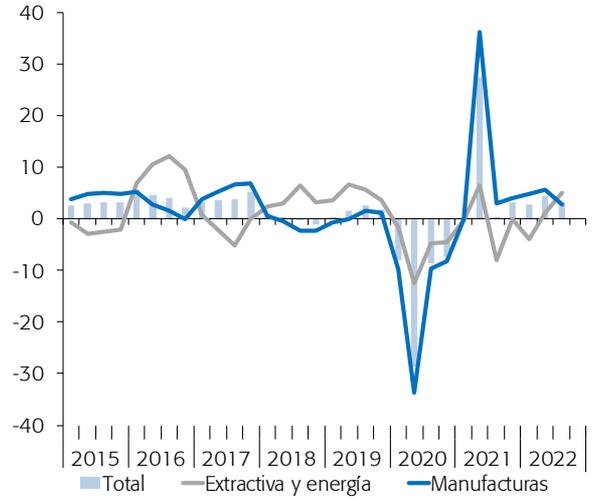


Gráfico 2.3.- VAB, servicios
Tasas de crecimiento interanuales

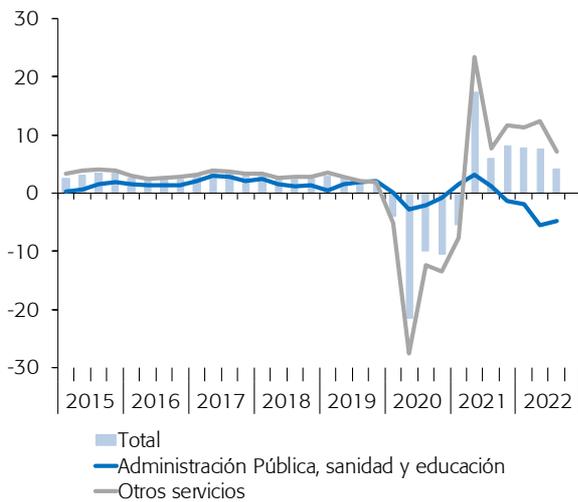
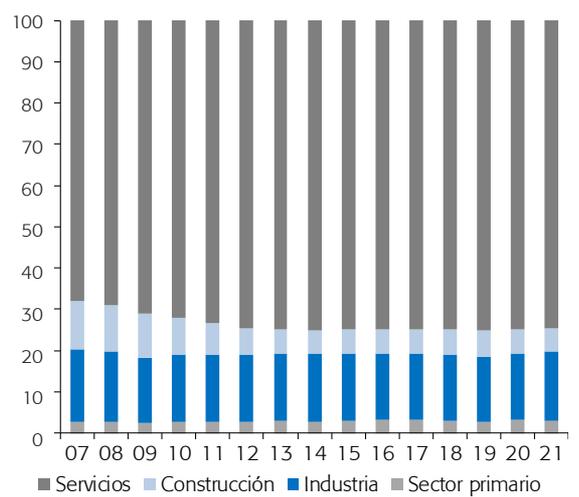


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



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	108,2	114,6	94,5	108,3	114,6	102,1	--	--	--	--	--	--
2023	109,0	115,1	94,7	112,1	118,3	100,9	--	--	--	--	--	--
2020 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
III	108,9	116,0	93,9	108,3	115,4	103,0	103,0	111,0	92,8	110,6	119,1	95,5
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	4,5	3,3	1,2	2,0	0,8	-2,9	--	--	--	--	--	--
2023	0,7	0,4	0,2	3,5	3,3	-1,1	--	--	--	--	--	--
2020 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
III	3,8	2,9	0,9	1,7	0,8	-2,8	2,7	3,4	-0,7	1,0	1,7	-5,1

(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

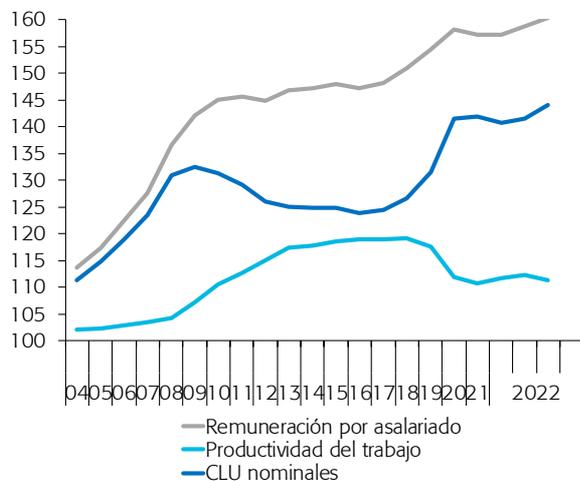
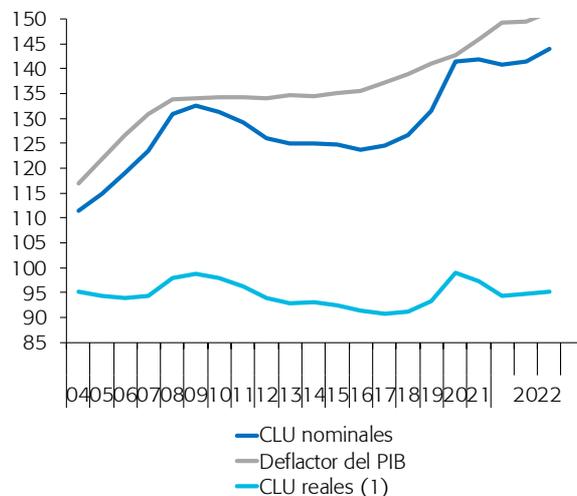


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados por el deflactor industrial.

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

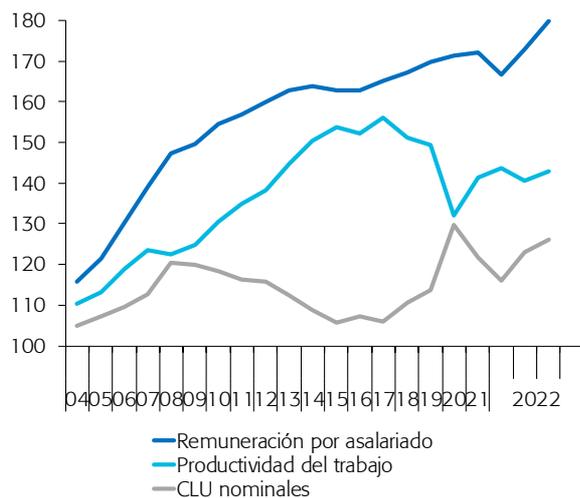
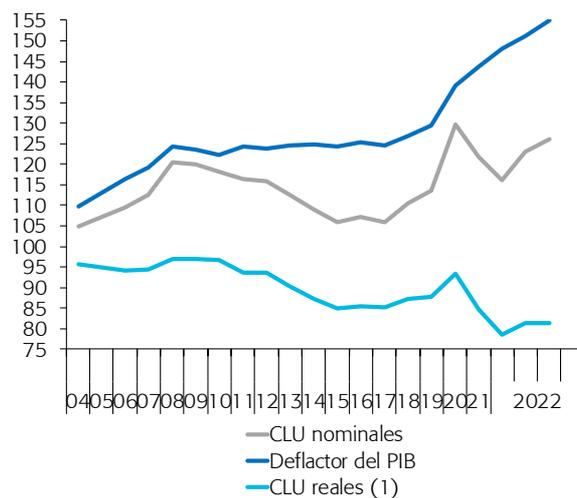


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

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	1.235,1	949,5	285,7	259,4	46,5	43,2	22,9	20,8	2,1	2,4
2020	1.118,0	555,7	460,4	1.108,5	873,6	234,8	228,1	49,7	41,2	21,0	20,4	0,6	1,1
2021	1.206,8	585,0	496,3	1.200,5	937,4	263,1	251,5	48,5	41,1	21,8	20,8	1,0	1,9
2022	1.309,6	618,9	551,8	1.292,4	1.006,4	286,0	274,5	47,3	42,1	21,8	21,0	0,9	2,1
2023	1.377,0	643,3	580,0	1.353,2	1.062,0	291,1	288,9	46,7	42,1	21,1	21,0	0,2	1,3
2020 IV	1.118,0	555,7	460,4	1.108,5	873,6	234,8	228,1	49,7	41,2	21,0	20,4	0,6	1,1
2021 I	1.109,9	553,1	456,0	1.099,3	870,0	229,3	226,8	49,8	41,1	20,7	20,4	0,2	1,1
II	1.157,6	568,8	473,9	1.149,0	906,7	242,4	237,0	49,1	40,9	20,9	20,5	0,5	1,3
III	1.176,1	577,0	477,9	1.168,1	919,8	248,3	240,9	49,1	40,6	21,1	20,5	0,6	1,7
IV	1.206,8	585,0	496,3	1.200,4	937,4	263,0	251,5	48,5	41,1	21,8	20,8	1,0	1,9
2022 I	1.236,3	593,7	510,5	1.232,9	956,0	276,9	258,7	48,0	41,3	22,4	20,9	1,5	1,6
II	1.267,3	604,6	525,4	1.263,7	975,3	288,4	266,7	47,7	41,5	22,8	21,0	1,7	1,8
III	1.290,6	611,7	539,2	--	994,4	--	273,0	47,4	41,8	--	21,2	--	--
	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	3,5	2,7	6,2	5,3	1,2	-1,0	0,6	0,4	0,2	0,1
2020	-10,2	-4,1	-14,5	-10,3	-8,0	-17,8	-12,1	3,2	-2,1	-1,9	-0,4	-1,5	-1,4
2021	7,9	5,3	7,8	8,3	7,3	12,0	10,3	-1,2	-0,1	0,8	0,4	0,3	0,8
2022	8,5	5,8	11,2	7,7	7,4	8,7	9,2	-1,2	1,0	0,0	0,1	-0,1	0,3
2023	5,1	3,9	5,1	4,7	5,5	1,8	5,2	-0,5	0,0	-0,7	0,0	-0,7	-0,9
2020 IV	-10,2	-4,1	-14,5	1,1	-8,0	60,1	9,5	3,2	-2,1	9,2	3,7	5,5	-1,7
2021 I	-10,0	-5,1	-13,3	-10,3	-8,0	-17,8	-11,8	2,6	-1,5	-1,9	-0,4	-1,5	-1,4
II	-1,0	0,6	-4,0	-0,9	0,0	-4,2	-1,8	0,8	-1,3	-0,7	-0,2	-0,5	-0,5
III	2,8	3,0	-0,4	3,0	3,4	1,5	2,3	0,1	-1,3	-0,3	-0,1	-0,2	0,6
IV	7,9	5,3	7,8	8,3	7,3	12,0	10,3	-1,2	-0,1	0,8	0,4	0,3	0,8
2022 I	11,4	7,3	12,0	12,2	9,9	20,8	14,1	-1,8	0,2	1,7	0,5	1,2	0,5
II	9,5	6,3	10,9	10,0	7,6	19,0	12,5	-1,4	0,5	1,8	0,6	1,3	0,5
III	9,7	6,0	12,8	--	8,1	--	13,3	-1,7	1,1	--	0,7	--	--

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

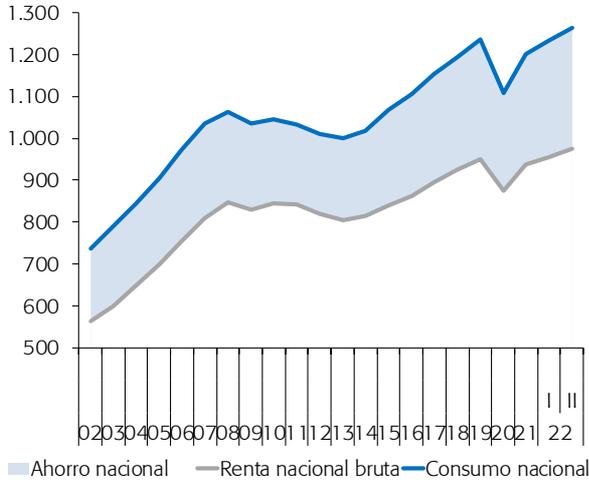


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

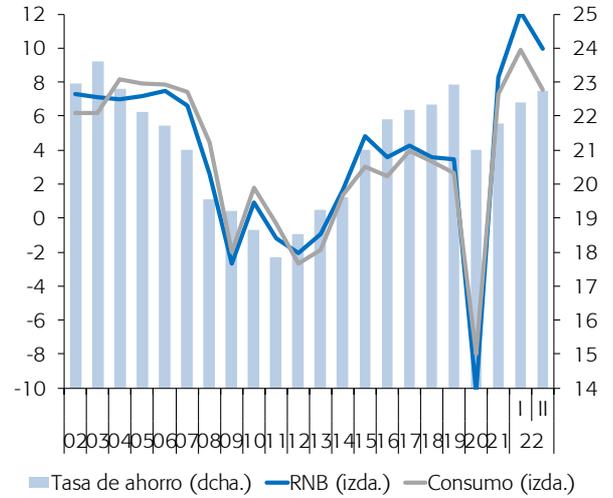


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

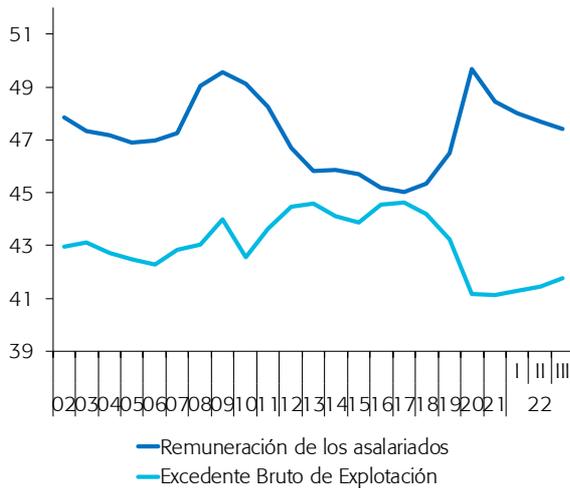
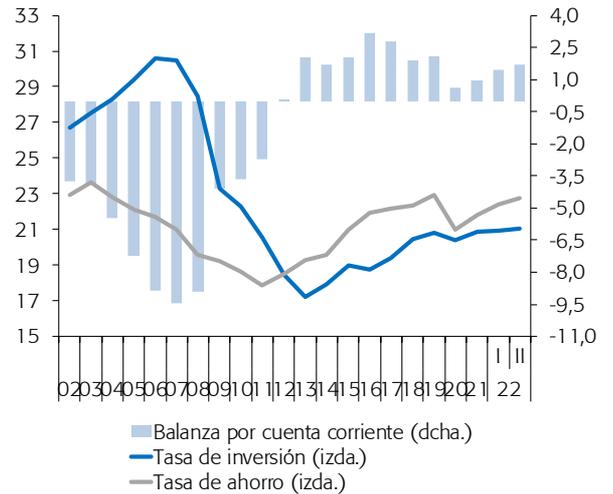


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

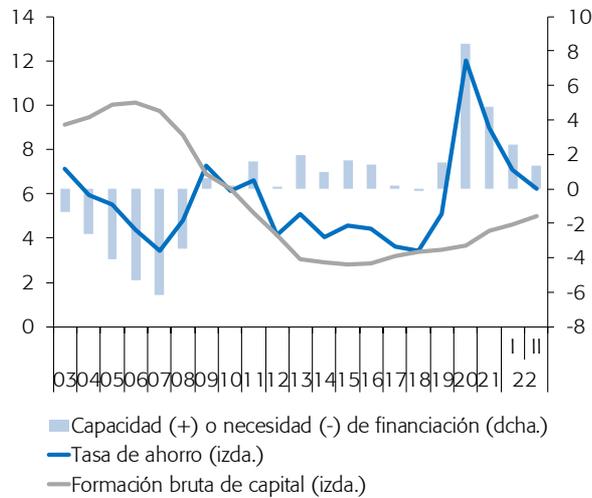
Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Renta 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	241,5	185,4	140,5	17,2	13,0	4,5
2016	700,6	648,3	49,2	31,8	7,0	2,9	1,4	255,0	195,8	149,0	17,6	13,4	4,4
2017	723,0	678,1	41,8	36,8	5,8	3,2	0,2	267,0	200,4	160,4	17,2	13,8	3,7
2018	743,6	699,5	41,2	40,7	5,5	3,4	-0,1	271,1	199,7	176,7	16,6	14,7	2,2
2019	780,9	714,5	63,6	43,4	8,1	3,5	1,5	275,7	202,8	186,2	16,3	15,0	1,6
2020	765,7	627,3	134,5	40,8	17,6	3,6	8,4	214,2	148,6	150,1	13,3	13,4	0,2
2021	789,3	678,8	108,3	52,2	13,7	4,3	4,8	236,6	163,1	161,2	13,5	13,4	0,8
2022	817,1	743,8	71,1	56,9	8,7	4,3	1,0	275,2	196,3	172,5	15,0	13,2	2,1
2023	851,4	783,3	65,9	54,0	7,7	3,9	0,8	300,7	217,7	189,0	15,8	13,7	2,4
2020 III	770,4	648,0	118,9	42,9	15,4	3,8	6,5	228,0	161,3	156,8	14,1	13,7	0,5
IV	765,7	627,3	134,5	40,8	17,6	3,6	8,4	214,2	148,6	150,1	13,3	13,4	0,2
2021 I	764,1	616,2	144,1	43,0	18,9	3,9	9,1	210,7	146,2	149,4	13,2	13,5	0,2
II	776,6	650,6	122,0	44,4	15,7	3,8	6,6	223,1	152,8	156,4	13,2	13,5	0,1
III	779,7	659,6	117,5	45,6	15,1	3,9	6,2	224,0	155,7	155,5	13,2	13,2	0,5
IV	789,3	678,8	108,3	52,2	13,7	4,3	4,8	236,6	163,1	161,2	13,5	13,4	0,8
2022 I	794,6	704,4	87,7	57,0	11,0	4,6	2,6	249,1	174,8	161,0	14,1	13,0	1,7
II	805,6	724,6	79,0	63,1	9,8	5,0	1,4	260,8	178,1	162,4	14,0	12,8	1,8
	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	5,6	5,6	6,1	0,4	0,3	-0,1
2017	3,2	4,6	-15,2	15,7	-1,2	0,3	-1,2	4,7	2,4	7,6	-0,3	0,4	-0,7
2018	2,8	3,2	-1,3	10,6	-0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	10,2	-0,7	0,9	-1,5
2019	5,0	2,2	54,2	6,8	2,6	0,1	1,7	1,7	1,5	5,4	-0,3	0,3	-0,6
2020	-2,0	-12,2	111,5	-6,1	9,4	0,2	6,9	-22,3	-26,7	-19,4	-3,0	-1,5	-1,3
2021	3,1	8,2	-19,5	28,0	-3,8	0,7	-3,6	10,5	9,8	7,4	0,2	-0,1	0,6
2022	3,5	9,6	-34,4	9,0	-5,0	0,0	-3,8	16,3	20,3	7,0	1,5	-0,2	1,3
2023	4,2	5,3	-7,3	-5,0	-1,0	-0,4	-0,2	9,3	10,9	9,6	0,8	0,6	0,2
2020 III	-0,4	-8,8	100,9	2,7	7,8	0,4	5,2	-16,6	-19,2	-15,7	-2,1	-1,3	-0,8
IV	-2,0	-12,2	111,5	-6,1	9,4	0,2	6,9	-22,3	-26,7	-19,4	-3,0	-1,5	-1,3
2021 I	-2,8	-12,5	83,5	-3,3	8,9	0,3	6,5	-20,0	-22,5	-17,0	-2,1	-1,1	-0,7
II	1,2	-1,8	19,2	5,2	2,4	0,2	1,6	-6,8	-14,7	-5,2	-2,1	-0,6	-1,2
III	1,2	1,8	-1,2	6,2	-0,4	0,1	-0,4	-1,7	-3,5	-0,8	-0,8	-0,5	-0,1
IV	3,1	8,2	-19,5	28,0	-3,8	0,7	-3,6	10,5	9,8	7,4	0,2	-0,1	0,6
2022 I	4,0	14,3	-39,1	32,6	-7,8	0,7	-6,5	18,2	19,6	7,8	0,9	-0,5	1,6
II	3,7	11,4	-35,2	42,2	-5,9	1,1	-5,3	16,9	16,6	3,8	0,8	-0,7	1,8

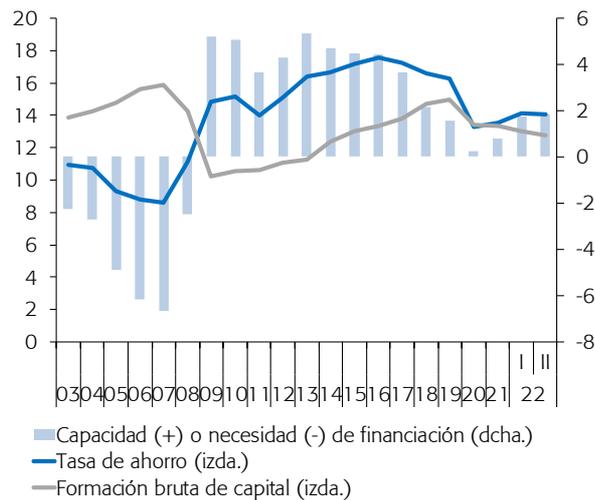
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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

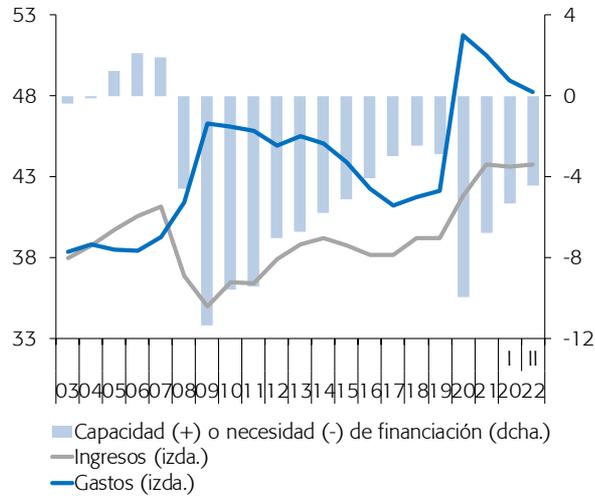
Previsiones en azul

	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	52,6	417,6	119,3	59,5	32,8	198,6	36,5	28,3	474,9	-57,2	-55,2
2016	128,9	110,0	135,6	50,9	425,3	121,5	59,2	30,7	203,0	30,3	28,4	473,2	-47,9	-45,6
2017	135,1	116,9	142,4	49,6	444,0	123,5	60,5	29,3	207,4	31,5	28,1	480,3	-36,2	-34,8
2018	141,2	127,3	149,5	54,2	472,1	127,7	62,6	29,3	216,6	37,4	29,8	503,4	-31,2	-30,0
2019	143,0	129,1	160,7	55,7	488,5	134,8	65,2	28,4	229,6	37,2	31,6	526,7	-38,1	-35,7
2020	126,7	125,3	162,2	53,3	467,6	140,6	67,0	25,1	262,2	44,3	41,5	580,8	-113,2	-111,1
2021	146,7	143,4	171,7	66,2	527,9	147,6	71,8	26,1	263,6	59,9	42,0	610,9	-82,9	-81,7
2022	163,0	154,8	179,6	60,9	558,2	151,2	72,0	29,5	269,0	49,7	42,2	613,6	-55,4	-55,4
2023	172,8	164,3	187,6	61,6	586,2	155,8	77,9	34,5	292,2	50,1	35,8	646,4	-60,2	-60,2
2020 III	128,4	126,8	161,4	52,3	468,9	138,6	66,0	25,9	255,9	40,3	38,6	565,2	-96,3	-93,7
IV	126,7	125,3	162,2	53,3	467,6	140,6	67,0	25,1	262,2	44,3	41,5	580,8	-113,2	-111,1
2021 I	126,7	126,1	164,1	52,5	469,4	142,5	68,2	25,3	267,4	46,6	43,0	593,1	-123,7	-121,5
II	136,7	132,2	166,4	56,1	491,5	144,9	69,5	25,4	260,8	47,2	40,0	587,8	-96,3	-94,5
III	142,2	133,7	169,6	61,3	506,8	146,5	70,6	25,3	261,5	53,2	40,5	597,5	-90,7	-89,4
IV	146,7	143,4	171,7	66,2	527,9	147,6	71,8	26,1	263,6	59,9	42,0	610,9	-82,9	-81,7
2022 I	153,3	147,2	173,4	66,5	540,3	148,8	72,9	26,3	263,1	55,1	41,2	607,5	-67,2	-66,2
II	158,2	151,8	176,0	69,7	555,7	149,6	73,7	27,9	263,8	55,6	42,9	613,4	-57,7	-56,7
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	2,7	2,6	42,5	-4,3	-4,1
2017	11,6	10,1	12,3	4,3	38,2	10,6	5,2	2,5	17,8	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	4,8	41,8	12,6	6,0	2,2	23,5	4,0	3,7	51,9	-10,1	-9,9
2021	12,2	11,9	14,2	5,5	43,7	12,2	6,0	2,2	21,8	5,0	3,5	50,6	-6,9	-6,8
2022	12,4	11,8	13,7	4,6	42,6	11,5	5,5	2,3	20,5	3,8	3,2	46,9	-4,2	-4,2
2023	12,5	11,9	13,6	4,5	42,6	11,3	5,7	2,5	21,2	3,6	2,6	46,9	-4,4	-4,4
2020 III	11,2	11,1	14,1	4,6	41,0	12,1	5,8	2,3	22,4	3,5	3,4	49,4	-8,4	-8,2
IV	11,3	11,2	14,5	4,8	41,8	12,6	6,0	2,2	23,5	4,0	3,7	51,9	-10,1	-9,9
2021 I	11,4	11,4	14,8	4,7	42,4	12,9	6,2	2,3	24,1	4,2	3,9	53,5	-11,2	-11,0
II	11,8	11,4	14,4	4,9	42,5	12,5	6,0	2,2	22,5	4,1	3,5	50,8	-8,3	-8,2
III	12,1	11,4	14,4	5,2	43,1	12,5	6,0	2,1	22,2	4,5	3,4	50,8	-7,7	-7,6
IV	12,2	11,9	14,2	5,5	43,7	12,2	6,0	2,2	21,8	5,0	3,5	50,6	-6,9	-6,8
2022 I	12,4	11,9	14,0	5,4	43,6	12,0	5,9	2,1	21,2	4,5	3,3	49,0	-5,4	-5,3
II	12,5	11,9	13,9	5,5	43,7	11,8	5,8	2,2	20,8	4,4	3,4	48,3	-4,5	-4,5

Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

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

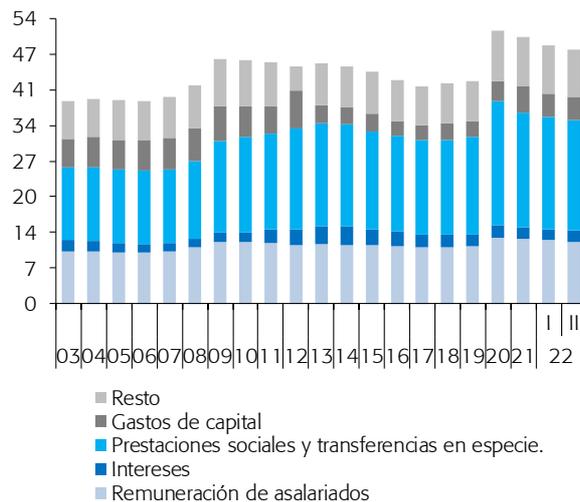
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(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

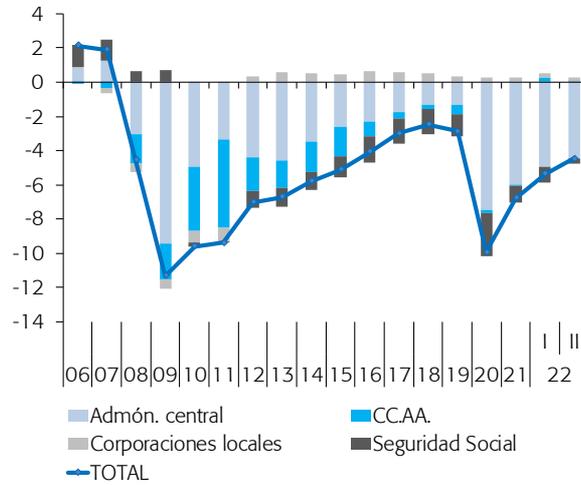
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. central	CC. AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA. PP.	Admón. central	CC. AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA. PP. consolidado
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo				
2015	-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	-83,6	-2,0	2,8	-28,3	-111,1	1.206,6	304,0	22,0	85,4	1.345,8
2021	-72,5	-0,6	3,5	-12,0	-81,7	1.280,0	312,6	22,1	97,2	1.427,2
2022	--	--	--	--	-55,4	--	--	--	--	1.482,7
2023	--	--	--	--	-60,2	--	--	--	--	1.542,8
2020 III	-64,2	-2,0	3,4	-30,9	-93,7	1.211,9	301,9	23,7	74,9	1.342,4
IV	-83,6	-2,0	2,8	-28,3	-111,1	1.206,6	304,0	22,0	85,4	1.345,8
2021 I	-93,4	-3,0	3,1	-28,2	-121,5	1.247,8	307,7	22,1	85,4	1.393,1
II	-73,0	-3,1	3,8	-22,1	-94,5	1.273,4	312,0	22,7	91,9	1.424,7
III	-84,1	4,7	3,6	-13,6	-89,4	1.281,4	312,3	22,3	91,9	1.432,3
IV	-72,5	-0,6	3,5	-12,0	-81,7	1.280,0	312,6	22,1	97,2	1.427,2
2022 I	-61,1	3,1	3,2	-11,3	-66,2	1.306,7	309,7	22,4	99,2	1.453,9
II	-56,4	0,2	3,6	-4,1	-56,7	1.326,1	316,7	22,8	99,2	1.475,4
	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	0,2	-2,5	-9,9	107,9	27,2	2,0	7,6	120,4
2021	-6,0	-0,1	0,3	-1,0	-6,8	106,1	25,9	1,8	8,1	118,3
2022	--	--	--	--	-4,2	--	--	--	--	113,2
2023	--	--	--	--	-4,4	--	--	--	--	112,0
2020 III	-5,6	-0,2	0,3	-2,7	-8,2	105,9	26,4	2,1	6,5	117,3
IV	-7,5	-0,2	0,2	-2,5	-9,9	107,9	27,2	2,0	7,6	120,4
2021 I	-8,4	-0,3	0,3	-2,5	-10,9	112,4	27,7	2,0	7,7	125,5
II	-6,3	-0,3	0,3	-1,9	-8,2	110,0	27,0	2,0	7,9	123,1
III	-7,1	0,4	0,3	-1,2	-7,6	108,9	26,6	1,9	7,8	121,8
IV	-6,0	-0,1	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
II	-4,4	0,0	0,3	-0,3	-4,5	104,6	25,0	1,8	7,8	116,4

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

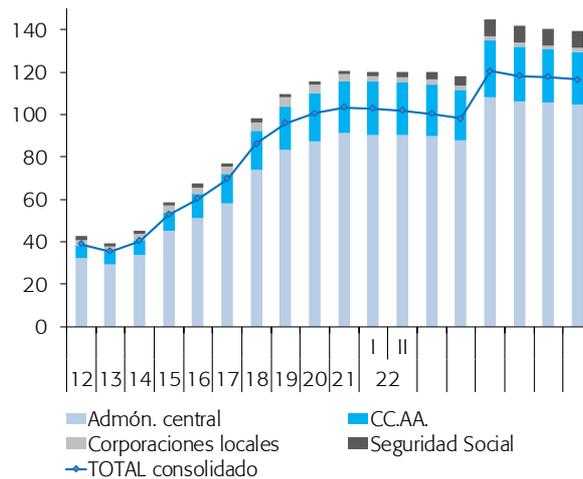
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

Gráfico 7.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

**Gráfico 7.2.- Deuda pública**

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

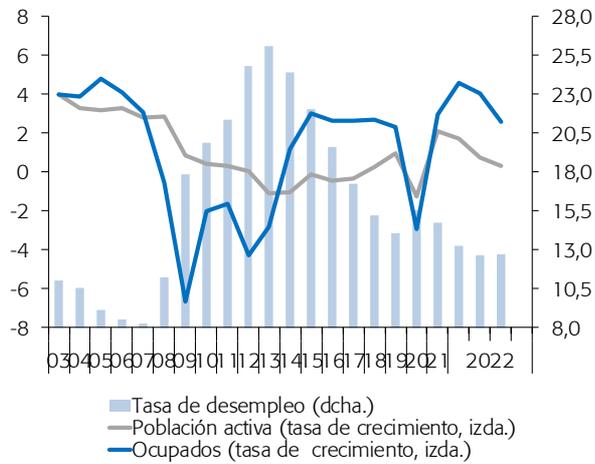
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones								Porcentaje						
2015	38,5	22,9	--	17,9	--	5,1	--	59,5	46,4	22,1	48,3	20,9	30,5	
2016	38,5	22,8	--	18,3	--	4,5	--	59,2	47,6	19,6	44,4	18,7	26,6	
2017	38,7	22,7	--	18,8	--	3,9	--	58,8	48,7	17,2	38,6	16,3	23,8	
2018	38,9	22,8	--	19,3	--	3,5	--	58,6	49,7	15,2	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	39,9	23,3	--	20,4	--	2,9	--	58,5	51,3	12,4	--	--	--	
2023	40,1	23,3	--	20,5	--	2,8	--	58,2	51,3	12,0	--	--	--	
2020	IV	39,6	23,1	23,0	19,3	19,3	3,7	3,8	58,1	48,7	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	3,6	58,5	49,5	15,4	37,6	13,9	23,8
	III	39,6	23,4	23,3	20,0	19,9	3,4	3,4	58,8	50,2	14,6	31,7	13,5	21,7
	IV	39,7	23,3	23,3	20,2	20,1	3,1	3,1	58,6	50,7	13,5	31,7	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	3,0	58,7	51,3	12,6	28,0	11,5	18,9
	III	40,0	23,5	23,4	20,5	20,4	3,0	3,0	58,5	51,1	12,7	31,6	11,8	18,4
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	0,5	--	3,4	--	-15,9	--	0,0	1,4	-2,4	--	--	--	
2023	0,5	0,1	--	0,5	--	-2,9	--	-0,3	0,0	-0,4	--	--	--	
2020	IV	0,5	-0,4	-0,4	-3,1	-3,1	16,5	16,6	-0,5	-1,8	2,4	9,7	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	5,7	5,2	5,3	3,0	2,6	0,0	-1,2	0,1	-1,2
	III	0,1	2,4	2,3	4,5	4,5	-8,2	-8,6	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	-16,1	0,5	2,0	-2,8	-9,4	-2,3	-5,7
2022	I	0,3	1,7	1,7	4,6	4,6	-13,1	-13,5	0,8	2,1	-2,3	-9,3	-2,0	-4,9
	II	0,5	0,7	0,8	4,0	4,0	-17,6	-17,2	0,2	1,7	-2,7	-9,6	-2,5	-4,8
	III	0,8	0,3	0,3	2,6	2,6	-12,8	-13,0	-0,3	0,9	-1,9	-0,2	-1,7	-3,3

(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.

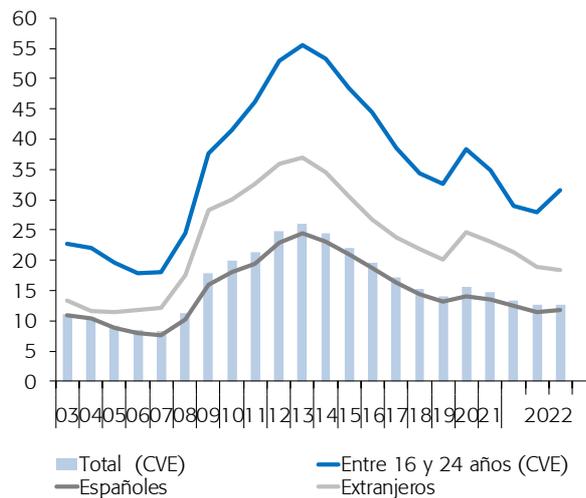
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

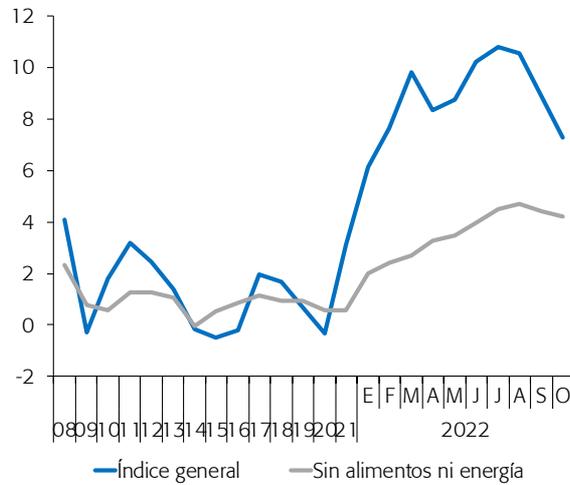
Previsiones en azul

	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	108,6	103,7	105,1	104,2	103,4	110,2	111,2	130,1	110,5	
2023	113,7	107,1	109,3	106,8	107,2	117,5	122,0	137,2	119,1	
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	8,6	3,7	5,1	4,2	3,4	10,2	11,2	30,1	10,5	
2023	4,7	3,3	4,0	2,5	3,7	6,7	9,7	5,5	7,7	
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	12,7
	Sep	8,9	4,4	6,2	5,3	3,8	12,8	13,8	22,4	13,1
	Oct	7,3	4,2	6,2	4,8	3,9	13,4	15,3	8,0	14,0
	Nov	7,7	4,3	6,2	4,9	3,9	13,4	14,5	11,2	13,8
	Dic	7,1	4,4	6,2	5,1	4,0	12,9	12,7	9,1	12,8
2023	Ene	7,0	3,9	5,8	3,8	4,0	12,6	13,6	10,4	12,9
	Feb	6,5	3,8	5,4	3,5	4,0	11,3	14,6	7,8	12,4
	Mar	4,3	3,8	5,3	3,3	4,1	10,6	12,7	-6,3	11,3
	Abr	5,5	3,5	4,5	3,3	3,6	8,0	9,5	9,2	8,5
	May	5,0	3,3	4,1	3,0	3,5	6,9	10,1	7,4	8,0
	Jun	3,5	3,1	3,8	2,6	3,4	6,1	8,0	-1,2	6,7
	Jul	3,3	3,0	3,5	1,6	3,7	5,3	8,2	-0,6	6,3
	Ago	3,4	3,0	3,4	1,5	3,9	4,9	8,4	-0,2	6,1
	Sep	4,3	3,0	3,4	1,6	3,8	4,7	8,8	7,0	6,1
	Oct	5,0	3,1	3,2	2,1	3,6	3,9	8,4	14,6	5,5
	Nov	4,7	2,9	3,1	2,0	3,5	3,7	7,7	13,1	5,1
	Dic	4,1	3,0	3,1	1,8	3,6	3,5	7,6	8,7	4,9

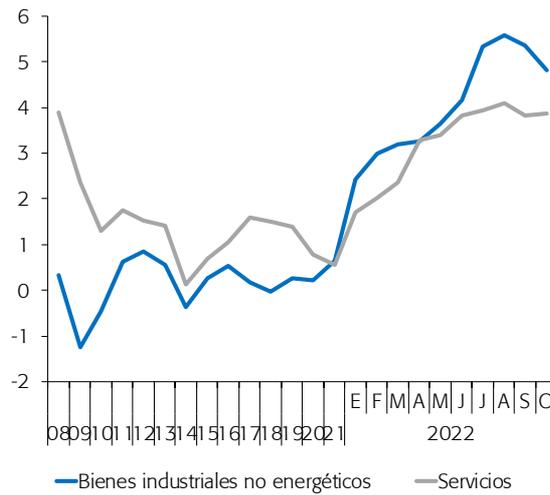
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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)	111,0	157,1	124,5	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	158,7	126,4	94,5	84,6	58,4	162,3	161,3	165,3	172,8	--
III (b)	112,0	165,4	127,4	--	--	--	--	--	--	--	--
2022 Jul	--	162,5	127,2	--	--	--	--	--	--	--	--
Ago	--	166,9	127,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Sep	--	166,9	127,6	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
2014	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,1	0,5
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	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)	3,5	41,8	14,2	8,3	6,1	8,8	4,2	4,7	2,8	1,2	2,6
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	43,9	15,4	8,0	5,5	0,2	3,8	4,3	2,2	1,2	2,5
III	3,7	40,0	14,3	--	--	--	--	--	--	--	2,6
IV (e)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2,6
2022 Ago	--	42,9	14,4	--	--	--	--	--	--	--	2,6
Sep	--	35,6	14,0	--	--	--	--	--	--	--	2,6
Oct	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	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)

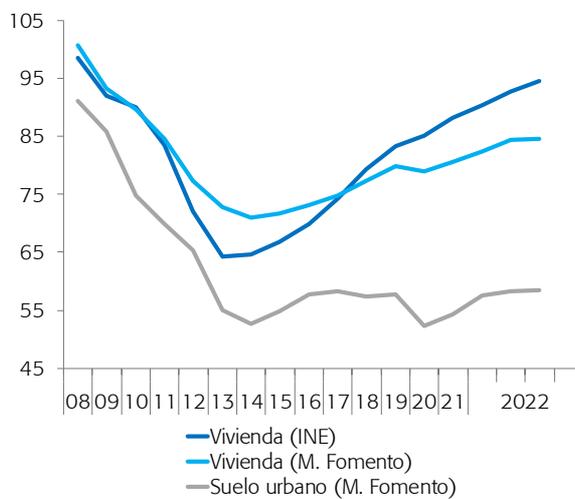
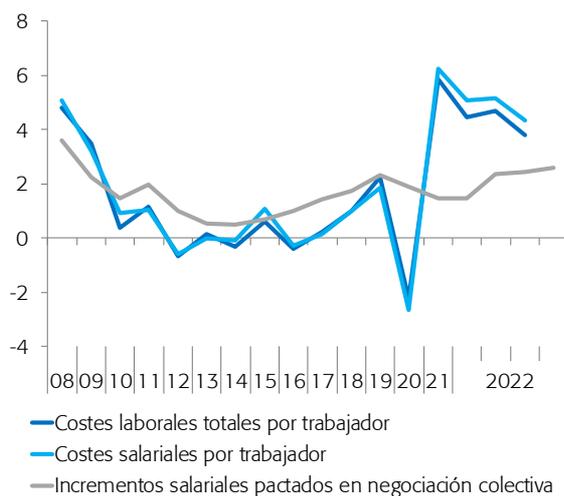


Gráfico 10.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

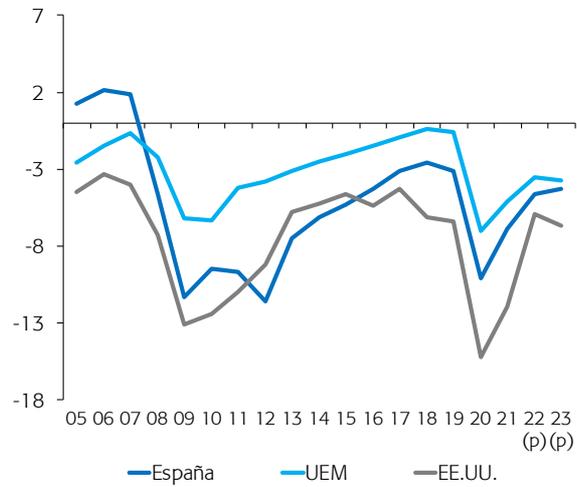
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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	-207,9	-1.084,5	440,6	6.723,6	10.699,8	-98,8	-62,2	-704,2
2009	-120,6	-578,8	-1.896,6	569,5	7.466,8	12.311,3	-43,7	47,3	-383,1
2010	-102,2	-598,7	-1.863,1	649,2	8.215,0	14.025,2	-39,2	51,6	-439,8
2011	-103,6	-416,0	-1.709,1	743,0	8.677,1	15.222,9	-29,0	77,2	-460,3
2012	-119,1	-374,0	-1.493,3	927,8	9.172,9	16.432,7	0,9	211,5	-423,9
2013	-76,8	-305,1	-977,3	1.025,7	9.502,3	17.352,0	20,8	271,4	-352,1
2014	-63,1	-253,1	-910,4	1.084,8	9.745,8	18.141,4	17,5	314,9	-376,2
2015	-57,2	-209,1	-837,2	1.113,7	9.866,3	18.922,2	21,8	351,6	-424,7
2016	-47,9	-159,0	-1.010,1	1.145,1	10.041,3	19.976,8	35,4	383,7	-403,7
2017	-36,2	-105,0	-833,7	1.183,4	10.127,9	20.492,7	32,2	400,3	-371,4
2018	-31,2	-49,8	-1.261,8	1.208,9	10.239,8	21.974,1	22,6	408,1	-441,2
2019	-38,1	-76,2	-1.363,9	1.223,4	10.325,8	23.201,4	26,2	328,5	-452,6
2020	-113,2	-807,2	-3.198,8	1.345,8	11.388,6	27.747,8	6,8	295,2	-592,5
2021	-82,9	-629,8	-2.772,4	1.427,2	12.012,1	29.617,2	11,5	425,0	-861,4
2022	-60,5	-460,1	-1.494,9	1.487,7	12.498,8	31.153,7	11,2	200,7	-966,5
2023	-59,5	-518,1	-1.761,8	1.546,2	13.019,9	32.925,6	11,5	264,2	-848,8
Porcentaje del PIB									
2008	-4,6	-2,2	-7,3	39,7	69,5	72,4	-8,9	-0,6	-4,8
2009	-11,3	-6,2	-13,1	53,3	80,1	85,0	-4,1	0,5	-2,6
2010	-9,5	-6,3	-12,4	60,5	85,7	93,2	-3,7	0,5	-2,9
2011	-9,7	-4,2	-11,0	69,9	88,2	97,6	-2,7	0,8	-3,0
2012	-11,6	-3,8	-9,2	90,0	92,8	101,1	0,1	2,2	-2,6
2013	-7,5	-3,1	-5,8	100,5	95,2	103,0	2,0	2,7	-2,1
2014	-6,1	-2,5	-5,2	105,1	95,4	103,4	1,7	3,1	-2,1
2015	-5,3	-2,0	-4,6	103,3	93,4	103,9	2,0	3,3	-2,3
2016	-4,3	-1,5	-5,4	102,7	92,4	106,9	3,2	3,5	-2,2
2017	-3,1	-0,9	-4,3	101,8	89,8	105,2	2,8	3,6	-1,9
2018	-2,6	-0,4	-6,1	100,4	87,9	107,0	1,9	3,5	-2,1
2019	-3,1	-0,6	-6,4	98,2	85,7	108,5	2,1	2,7	-2,1
2020	-10,1	-7,0	-15,2	120,4	99,0	131,8	0,6	2,6	-2,8
2021	-6,9	-5,1	-11,9	118,3	97,1	127,0	1,0	3,5	-3,7
2022	-4,6	-3,5	-5,9	114,0	93,6	122,8	0,9	1,5	-3,8
2023	-4,3	-3,7	-6,7	112,5	92,3	124,7	0,8	1,9	-3,2

Fuente: Comisión Europea. Previsiones, otoño 2022.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA. PP.

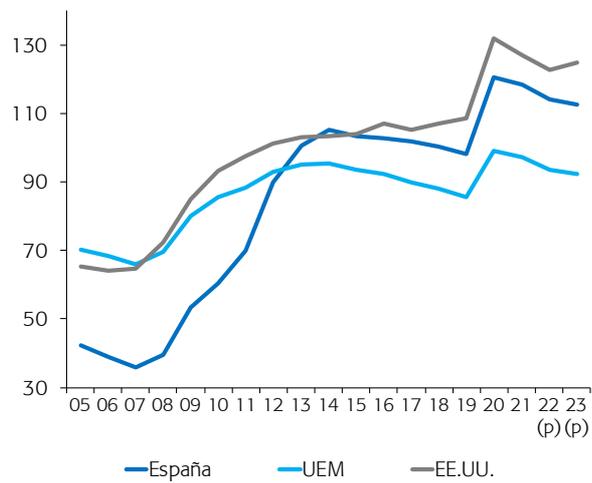
Porcentaje del PIB



(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									
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	Bajas exteriores de nacidos en España
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	701.997	33.053
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	441.051	39.211
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	344.992	51.666
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	368.170	66.803
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	417.655	74.873
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,3	85,8	52,9	28,4	13,2	492.600	71.508
2017	46.572.132	42,9	18,8	80,4	85,7	53,2	28,8	13,3	592.604	63.754
2018	46.722.980	43,1	19,1	80,5	85,9	53,6	29,3	13,7	715.255	56.745
2019	47.026.208	43,3	19,3	80,9	86,2	53,7	29,6	14,4	827.052	61.338
2020	47.450.795	43,6	19,4	79,6	85,1	53,5	29,8	15,2	523.618	41.708
2021	47.385.107	43,8	19,6	80,2	85,8	53,4	30,1	15,5	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 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	763.846■	6.242.652♦	1.253♦	951.715♦	1.035♦	2.350.826♦	778♦

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■	884.949	265.244	181.068	10.812

Fuentes: INEM IMSERSO IMSERSO IMSERSO

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

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

■ Los datos se refieren al período enero-agosto.

♦ Los datos se refieren al período enero-septiembre.

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	6,7	7,6	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".

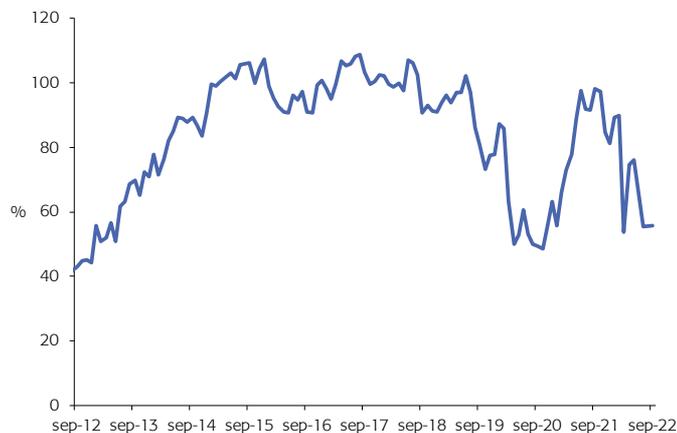
• Datos provisionales.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (septiembre 2012-septiembre 2022)

El ICC se mantiene en valores muy bajos.



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, residentes en hogares con teléfono fijo, y un tercio, en hogares que únicamente disponen de teléfono móvil).

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

2. FLASH SOCIAL. El porcentaje de ciudadanos que se considera de clase media cae a su nivel más bajo en los dos últimos años

En los últimos meses, la “clase media” se ha convertido en un *target* político de primer orden para los principales partidos españoles. Quiénes la constituyen es una cuestión sobre la que no existe un consenso académico completo, toda vez que para su identificación se utilizan a menudo criterios diferentes (relacionados no solo con los ingresos, sino, sobre todo, con la ocupación de los individuos y los estudios que han superado).

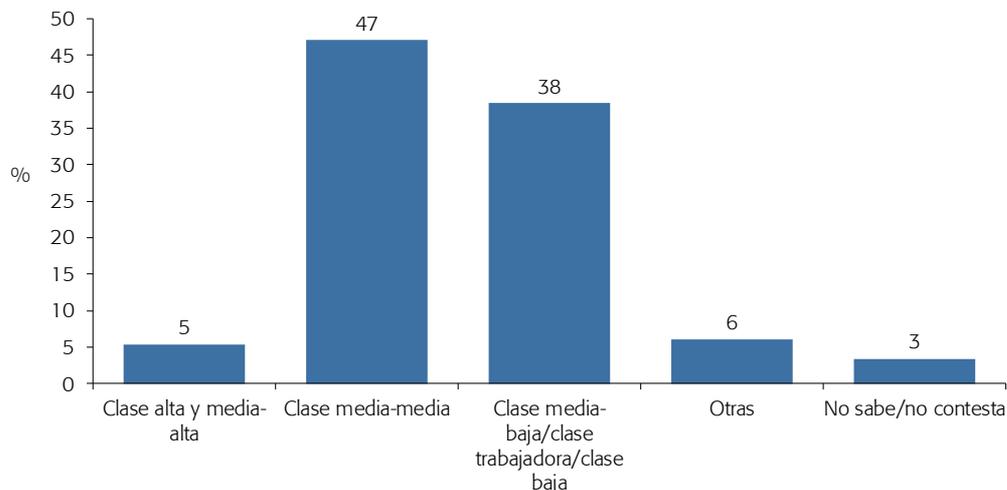
Al margen de la categorización “objetiva” de la población en clases sociales, es importante conocer cómo se perciben los individuos a este respecto. Ante la pregunta “¿A qué clase social diría Ud. que pertenece?”, un 47 % de los entrevistados por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) en octubre de 2022 contestaron espontáneamente “a la clase media” (sin más calificativos o, si acaso, duplicando el adjetivo –“clase media-media”– para reforzar el concepto). Esta proporción supera largamente a la de quienes se reconocen como “clase alta” o “clase media-alta” (5 %), pero también es bastante más amplia que la formada por los entrevistados que se consideran de “clase media-baja”, “clase trabajadora/obrera” o “clase baja” (38 %) (gráfico 2). El predominio de la categoría “clase media” en la percepción subjetiva de clase explica su uso frecuente en el discurso político para atraer la atención de los votantes.

Al analizar los datos por grupos de edad, se observa una cesura en los 65 años. En efecto, entre la población que ya ha cumplido esa edad desciende el porcentaje de personas que se consideran parte de la clase media, mientras que aumenta el de aquellas que, en lugar de recurrir a conceptos convencionales para definir su posición en la estructura social, se identifican con denominaciones como las de “clase pobre”, “gente común” o “los de abajo” (gráfico 3).

La serie de datos correspondientes a esta misma pregunta recogidos durante los dos últimos años muestra tendencias bastante estables (gráfico 4). No obstante, desde el pasado verano se observa un descenso del porcentaje de quienes se perciben parte de la “clase media”, alcanzando en octubre el valor más bajo desde septiembre de 2020. También desciende la proporción de personas que se consideran de “clase media-alta” o “clase alta”, mientras que se consolida la de quienes se califican como “clase media-baja”, “clase trabajadora/obrera” o “clase baja/pobre”.

Gráfico 2

Clase social subjetiva (octubre de 2022)



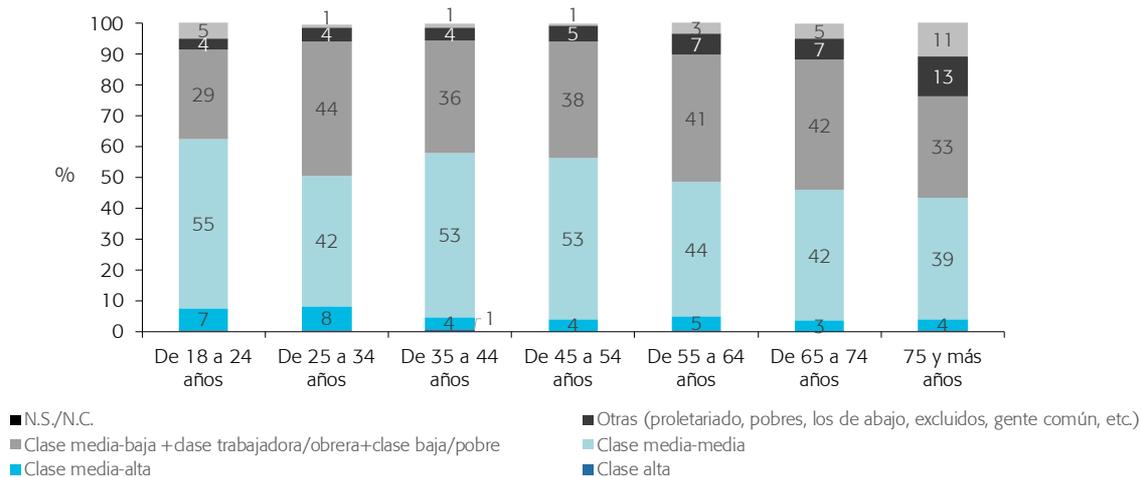
Pregunta: "¿A qué clase social diría Ud. que pertenece?"

Fuente: CIS (www.cis.es), barómetro de opinión 3380.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

Gráfico 3

Clase social subjetiva, por edad (octubre de 2022)



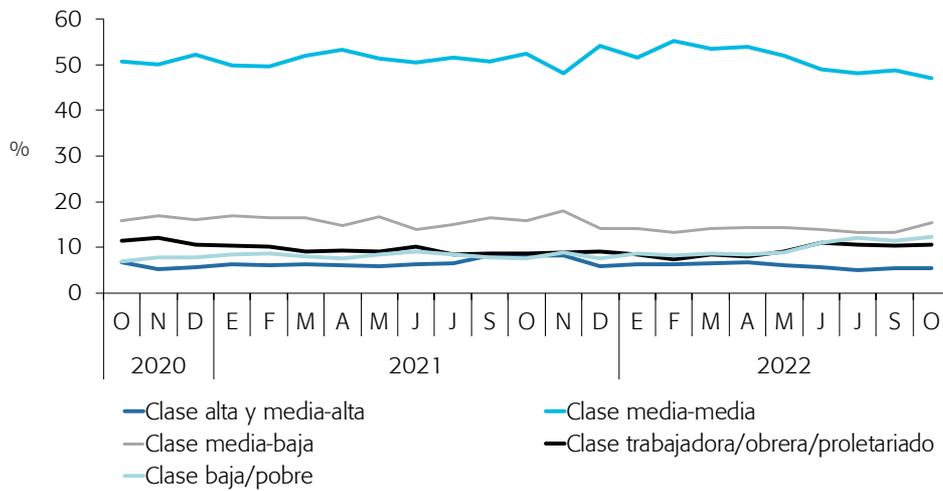
Preguntas: "¿A qué clase social diría Ud. que pertenece?"

Fuente: CIS (www.cis.es), barómetro de opinión 3380.

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 291 | NOVIEMBRE/DICIEMBRE

Gráfico 4

Clase social subjetiva (octubre de 2020- octubre de 2022)



Preguntas: "¿A qué clase social diría Ud. que pertenece?"

Fuente: CIS (www.cis.es), barómetros de opinión 3292-3380.

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de noviembre de 2022

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,6	Agosto 2022
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,1	Agosto 2022
Dudosos (% var. mensual medio)	-0,4	Agosto 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	2.116.068	Octubre 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	289.668	Octubre 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	16	Octubre 2022
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	46,74	Junio 2022
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	13.574,33	Junio 2022
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	123.229,69	Junio 2022
Ratio "oficinas/entidades"	123,58	Junio 2022

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 octubre	2022 15 noviembre	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	1,704	1,791	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,8	-0,499	-0,501	2,630	2,867	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	3,1	3,1	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 política de tono restrictivo dada la evolución de la inflación, aún en niveles muy elevados. Se siguen esperando elevaciones de los tipos de interés tanto en Estados Unidos como en la eurozona. En este entorno, el euríbor a 3 meses ha subido desde el 1,704 % de octubre al 1,791 % de mitad de noviembre, mientras que el euríbor a 12 meses se ha incrementado del 2,630 % al 2,867 % en el mismo período. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años se ha mantenido en el 3,1 %.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 agosto	2022 septiembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	36,1	28,8	27,9	33,49	31,51	(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	10,33	13,13	(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	1,30	(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	0,22	0,35	(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	0,13	0,71	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	-3,1	-6,7	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	-27,7	27,1	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.000,5	718,9	861,3	785,13	813,49 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.656,7	7.347,3	8.771,5	7.886,10	8.188,4 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 agosto	2022 septiembre	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,4	15,1	21,1	13,2	16,1 (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	-12,4	13,6	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	13,8	35,4	21,1	256,5	16,9	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros": en la primera mitad de noviembre, los índices bursátiles, a pesar de la volatilidad, han mantenido la senda alcista con la que cerraron el mes de octubre, con una subida cercana al 3 % desde entonces. El IBEX-35 se sitúa en los 8.188,4 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 813,49 puntos. Por su parte, en el mes de septiembre (último dato disponible) se produjo una ligera disminución en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 31,51 %). Por otro lado, también se produjo un aumento en la ratio de contratación de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 13,13 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron en un 13,6 % mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice aumentaron un 16,9 % con respecto al mes precedente.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2019	2020	2021	2022 (1T)	2022 (IIT)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-1,1	1,2	1,9	1,6	1,8	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	7,2	4,4	2,2	1,6	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	271,1	335,3	319,9	307,9	296,1	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 2008-2019	2020	2021	2022 (1T)	2022 (IIT)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	63,1	62,5	58,4	57,0	56,5	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	0,9	1,8	2,7	-1,0	-0,2	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	-1,1	0,3	0,8	-0,5	1,8	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": en el segundo trimestre de 2022, el ahorro financiero en el conjunto de la economía aumentó hasta el 1,8 % del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 1,6 % del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas ha disminuido hasta el 56,5 % del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 julio	2022 agosto	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	5,2	-0,1	0,2	-0,1	-0,6	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	6,3	0,6	0,3	-0,4	-0,1	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	8,8	0,8	-0,7	1,7	-0,04	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	7,9	-0,2	0,1	0,4	-0,2	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,0	-1,9	0,5	2,5	2,5	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 julio	2022 agosto	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-0,8	-0,4	-0,9	-0,4	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	2,2	-0,4	0,6	-9,3	-12,4	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	6,7	-0,3	-0,1	0,6	-0,3	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": en agosto, último dato disponible, se observó una caída del crédito al sector privado del 0,6 %. Los depósitos aumentaron cayeron en 0,1 %. Los valores de renta fija disminuyeron su peso en balance un 0,04 % mientras que las acciones y participaciones lo hicieron en un 0,2 %. Asimismo, se produjo una reducción en el volumen de préstamos dudosos del 0,4 % con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	media 2000-2019	2020	2021	2022 marzo	2022 junio	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	176	113	110	111	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	78	84	82	81	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	229.219	175.185	164.101	164.101 (a)	164.101 (a)	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	36.919	22.589	19.015	18.467	18.025	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	BE	385.079	1.774.798	2.206.332	2.200.929	2.116.068 (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	82.081	260.971	289.545	289.689	289.668 (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 2000-2019	2020	2021	2022 marzo	2022 junio	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de euros)	BE	24,751	3	16	16 (b)	16 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2021.

(b): Último dato a 31 de octubre de 2022.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": en octubre de 2022, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 289.668 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 2000-2019	2020	2021	2022 (1T)	2022 (2T)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	46,86	54,90	54,18	53,15	46,74	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	4.276,15	11.173,92	12.137,18	13.310,65	13.574,33	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado.
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	28.156,84	89.952,10	111.819,77	118.280,77	123.229,69	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	181,61	116,74	98,01	95,68	123,58	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,01	8,1	9,2	8,8	9,1	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,04	-2,4	0,6	0,2	0,5	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,41	0,4	0,5	0,4	0,5	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	5,55	-0,7	6,9	5,3	7,7	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 segundo 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 FUNCAS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 172. Evaluación de políticas públicas

PANORAMA SOCIAL

N.º 35. Educación financiera en España: balance y perspectivas

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 290. La vivienda: moderación en una nueva fase del ciclo

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 11, N.º 5 (2022). The impact of rate hikes on Spain's economy and financial sector

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 18. Septiembre (2022)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 99. Cuarenta años después: la sociedad civil española, de un primer impulso a una larga pausa / Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez

LIBROS

Manual de Economía Española / María José Moral, Fernando Pampillón y Orencio Vázquez

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2023

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