

## Perspectivas en mejora, coyuntura con riesgos

Perspectivas para la  
economía española,  
2022-2024

Recorrido y efectos de la  
subida de tipos de interés

La gestión de los riesgos  
del endurecimiento  
cuantitativo

Banca y mercado  
de capitales en la  
financiación empresarial

El negocio banca-seguro  
en España

Digitalización  
de las empresas en la UE

Competitividad de las  
exportaciones españolas

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<sup>a</sup> 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)

**Antón Joseba Arriola Boneta**

**Manuel Azuaga Moreno**

**Carlos Egea Krauel**

**Miguel Ángel Escotet Álvarez**

**Amado Franco Lahoz**

**Pedro Antonio Merino García**

**Antonio Pulido Gutiérrez**

**Victorio Valle Sánchez**

# Cuadernos de Información Económica

292

enero/febrero 2023





---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

<u>Página</u>	1	Perspectivas para la economía española tras la moderación de los precios energéticos, 2022-2024 <i>Raymond Torres y María Jesús Fernández</i>
	9	La política monetaria en 2023: recorrido y efectos de la subida de tipos de interés <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	15	La gestión de los riesgos del endurecimiento cuantitativo en la eurozona <i>Erik Jones</i>
	25	Banca y mercado de capitales en la financiación empresarial <i>Marta Alborni, Ángel Berges y María Rodríguez</i>
	33	Relevancia y características del negocio de banca-seguro en España <i>Daniel Manzano</i>
	39	La digitalización de las empresas españolas: resumen de resultados comparados con las empresas de la UE <i>Pilar Rivera-Torres y Vicente Salas-Fumás</i>
	49	La competitividad exterior de la economía española en relación con la eurozona <i>Ramon Xifré</i>

---

## INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	60	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	83	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	91	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>



## Carta de la Redacción

La incertidumbre nubla los escenarios de la economía europea de los dos próximos años. Cualquier ejercicio de previsión ha de tener en cuenta los condicionantes que determinan el riesgo geopolítico de la guerra en Ucrania, la volatilidad de los mercados energéticos, el comportamiento de la economía china o la intensidad y el ritmo del endurecimiento de la política monetaria. Factores, muchos de ellos, que se sitúan más allá del funcionamiento regular de la economía y que pueden alterar de forma significativa el marco en el que se desenvuelven las decisiones de las empresas, de los hogares y de los gobiernos. A lo largo de 2022, el aumento de la tasa de inflación durante la primera mitad del año dañó la capacidad de gasto de las economías europeas y engendró nuevas desigualdades entre sectores productivos, más o menos dependientes de las materias primas afectadas, y entre familias, según su nivel de renta y su capacidad para acumular ahorro en los años de pandemia. En España, sin embargo, la relajación de las presiones inflacionistas durante la segunda mitad del año propició una trayectoria de la economía mejor de lo que se anticipaba meses atrás, que, sumada a los ajustes realizados por el INE en las cifras de los dos primeros trimestres, dará como resultado un crecimiento medio anual que se estima en un 5,2 %.

Las previsiones de Funcas, que se recogen en el artículo de **RAYMOND TORRES** y **MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ**, anticipan un crecimiento medio del 1,0 % en 2023, con la inversión como el componente más dinámico de la demanda interna y con una aportación del sector exterior que será muy probablemente negativa. Para 2014, la previsión es un crecimiento del 1,8 %. Es importante resaltar que, a pesar de la ralentización del crecimiento, el mercado laboral continuará arrojando cifras positivas, con la creación de unos 100.000 empleos netos en

términos equivalentes a tiempo completo en 2023 y otros 250.000 en 2024. El abaratamiento de la energía y la contención de los efectos de segunda ronda, tanto por la vía salarial como por los márgenes empresariales, dará lugar a un retroceso de la inflación que se consolidará en 2024. Y tras el buen comportamiento de los ingresos públicos en 2023, impulsados en parte por el ciclo de recuperación y la inflación, el déficit conjunto de las administraciones públicas aumentará hasta el 4,3 % del PIB en 2023, moderándose hasta el 3,9 % en 2024, a la espera de la reformulación de las reglas fiscales de la Unión Europea, cuando se suspenda la cláusula de salvaguardia actualmente en vigor. El aumento del euríbor, consecuencia de las subidas de tipos oficiales del Banco Central Europeo, impactará sobre los hogares hipotecados a tipo variable, y el rendimiento de la deuda pública seguirá una trayectoria similar con un mayor coste en forma de intereses.

Precisamente, el recorrido previsto por los tipos de interés y sus efectos sobre la actividad bancaria son objeto del artículo de **SANTIAGO CARBÓ VALVERDE** y **FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ**. Vale la pena situar las actuales subidas de tipos en su contexto, habida cuenta de que, aunque intensas y en un corto espacio de tiempo, forman parte de un proceso de normalización financiera que implica una remuneración positiva del ahorro y el cobro de intereses por los préstamos, algo que se había perdido en gran parte con los tipos de interés negativos. Las proyecciones efectuadas por el Banco de España señalan que los tipos a corto seguirán creciendo hasta 2014 y los tipos a largo hasta 2025. Aunque pudiera parecer que los resultados de la banca se verían beneficiados por la normalización financiera, también es cierto que se trata de un escenario de muy limitado crecimiento económico y riesgos no desdeñables que podrían impactar sobre la rentabilidad

y la solvencia de las entidades. Y aunque la morosidad crediticia se encuentra en España por debajo del 4 %, todavía podrían producirse efectos de arrastre derivados de la pandemia y otros relacionados con las recientes subidas de tipos.

Adicionalmente, el Banco Central Europeo ha iniciado un proceso de endurecimiento monetario que tiene por objeto reducir el exceso de liquidez generado en la eurozona por las políticas de adquisición de activos a gran escala y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO*), y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El artículo de ERIK JONES analiza los riesgos y oportunidades que tendrá la reducción del balance del Eurosistema para los bancos comerciales y los gobiernos de la eurozona. Para los bancos comerciales, las oportunidades se centran en el reforzamiento del mercado interbancario y en la liberación de activos para servir como garantía en los préstamos titulizados. No obstante, también hay que tener en cuenta que todo ello impulsará a la baja los precios de los bonos y, por consiguiente, el valor a precios de mercado de las carteras de deuda bancarias, lo que presionará indirectamente al alza el coste de la financiación para los bancos más afectados. La posible desestabilización de los mercados de deuda soberana a que podría dar lugar el endurecimiento monetario explica la creación de un instrumento para la protección de la transmisión (*TPI*). Hasta el momento, la reinversión de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (*PEPP*) y la posible aplicación de la *TPI* han logrado la estabilidad de los mercados de deuda soberana. El riesgo es que los gobiernos de la eurozona necesitan seguir apelando a los mercados y en algunos casos el endurecimiento cuantitativo podría dar lugar a dificultades de financiación.

Una de las características de la financiación empresarial en los países de la eurozona, y en España en particular, ha venido siendo el mayor peso de la financiación bancaria frente a la apelación a los mercados de capitales, que ostenta la primacía en los países anglosajones y especialmente en Estados Unidos. Sin embargo, tras la crisis financiera internacional y con el impulso de la iniciativa de la unión de los mercados de capitales por parte de la Comisión Europea, se ha ido produciendo un crecimiento de la financiación empresarial en mercados, duplicando su peso desde el 10 % a casi el 20 %. Esta diversificación se ha considerado como un hecho positivo, especialmente cuando se producen situaciones donde la banca tiene que dedicar un mayor esfuerzo a reforzar su solvencia y a sanear sus balances. Sin embargo, como se pone de

manifiesto en el artículo de MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ, a lo largo de 2022 se ha producido una reversión de esa tendencia en la mayor parte de los países, como consecuencia de los fuertes repuntes de tipos en los mercados de bonos corporativos y de la contracción de la actividad emisora. El hecho es que la banca ha retomado su protagonismo como financiador empresarial, en parte por el menor aumento del coste de financiación, con especial importancia en el caso de las grandes empresas. En España, el desplome de la financiación corporativa en 2022, relacionado con el fuerte incremento de los tipos negociados en el mercado de bonos, se compensó con el aumento de la financiación bancaria.

El artículo de DANIEL MANZANO pone de relieve la importante presencia de los grupos bancarios españoles en el negocio asegurador y la relevancia que para ellos tienen las aportaciones de dicho negocio —especialmente en el ramo de vida— a la cuenta de resultados. Las magnitudes más significativas del sector, como el balance, las provisiones técnicas o los resultados muestran que alrededor de la mitad del negocio asegurador en España está vinculado a la banca. Esto confiere a los grupos bancarios nacionales una palanca de sostenimiento de sus cuentas que se ha mostrado especialmente útil en situaciones en las que aquellos tuvieron que realizar fuertes provisiones para cubrir el deterioro de sus carteras, como durante la crisis financiera o, más recientemente, en los años de pandemia. En situaciones de mayor normalidad, también la aportación de los seguros es ciertamente apreciable. Su contribución directa alcanzó como media, en 2021, en torno al 15 % de las cuentas de resultados de las entidades bancarias y, si a ello se suma el margen que genera la propia distribución de pólizas a través de la red de oficinas, dicho porcentaje podría llegar al 25 %-30 %, una cifra muy relevante que proporciona estabilidad y robustez a los bancos con mayor desarrollo de este segmento del negocio financiero.

La digitalización de las empresas es uno de los objetivos estratégicos de la Unión Europea que forma parte del programa *Next Generation EU*. Pero la digitalización es un fenómeno multidimensional que, además, puede dirigirse a numerosas finalidades. El artículo de PILAR RIVERA-TORRES y VICENTE SALAS-FUMÁS analiza diferentes variables de digitalización para una muestra de 22.000 empresas y compara los valores medios de dichas variables con las características de las empresas agrupadas en diferentes submuestras. Uno de los resultados más relevantes es el que tiene con ver con las relaciones entre la digitalización y la productividad.

En promedio para los países de la UE y Reino Unido, la productividad laboral se asocia positivamente con el uso de ordenadores y robots, pero negativamente con la analítica de datos para el control de los empleados. El aprovechamiento de las ventajas que confiere la digitalización para la mejora de la productividad tiene que ver con la dotación de recursos complementarios como la coordinación en el seno de la empresa y la relevancia del capital organizacional (delegación de funciones y formación de capital humano). La digitalización de las empresas españolas está en las primeras posiciones de la UE, basada sobre todo en la analítica de datos para el control de los empleados y en el uso de robots, pero no encuentra las condiciones más favorables para hacer crecer la productividad de las empresas, por las carencias de recursos complementarios. Los autores recomiendan, por tanto, que las políticas públicas de apoyo a la digitalización en el sur y el este de Europa vayan acompañadas de incentivos que orienten el cambio del modelo organizativo, con más delegación y mayor formación específica de los trabajadores.

Las exportaciones españolas de bienes ha mostrado un fuerte dinamismo en los diez últimos años, con la mayor tasa de crecimiento de entre las cinco mayores economías de la eurozona. RAMON XIFRÉ examina las condiciones de competitividad-coste de las exportaciones españolas con la utilización de diferentes deflatores para determinar el tipo de cambio efectivo real con respecto al conjunto de países de la eurozona. El análisis sugiere que el sector exportador español se ha mostrado muy competitivo por el lado de los costes, absorbiendo posiblemente parte de los incrementos de los costes laborales unitarios y no trasladándolos completamente al precio de las exportaciones. Estas favorables condiciones de competitividad-coste en comparación con los demás países de la eurozona no se han visto erosionadas de forma significativa por el proceso inflacionista de 2022. En todo caso, conviene tener en cuenta la importancia de la competitividad asociada a factores diferentes del coste para el mantenimiento o mejora de las cuotas de mercado de las exportaciones.



# Perspectivas para la economía española tras la moderación de los precios energéticos, 2022-2024

Raymond Torres y María Jesús Fernández\*

**Los ajustes realizados por el INE en las cifras de crecimiento trimestral de 2022 junto con la tendencia a la moderación de los precios de la energía obligan a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB para el conjunto de pasado ejercicio, que se habría situado en una tasa del 5,2 %. A su vez, la previsible desescalada del IPC en 2023 compensará en parte los efectos del giro restrictivo de la política monetaria sobre el gasto, aunque el progresivo agotamiento del colchón de ahorro de los hogares limitará la trayectoria del consumo privado. En conjunto, el crecimiento del PIB retrocederá hasta situarse en una tasa media anual del 1 % en 2023, aunque con importantes contrastes en su perfil trimestral. Para 2024 se espera un crecimiento del 1,8 % en línea con la recuperación progresiva de la economía europea, alcanzando así el nivel de actividad previo a la pandemia. En todo caso, las previsiones están muy condicionadas por un elevado grado de incertidumbre, tanto en lo que se refiere a los mercados energéticos, como al riesgo geopolítico, la evolución de la economía china, el ritmo de subida de los tipos de interés oficiales o la respuesta de los mercados financieros a las emisiones de deuda pública.**

## Evolución reciente de la economía española

Según las cifras revisadas de la Contabilidad Nacional Trimestral, el PIB apenas avanzó un 0,1 % en el tercer trimestre de 2022. Al mismo tiempo, las cifras de los trimestres anteriores han sido corregidas sensiblemente al alza, de modo que el crecimiento

interanual del PIB en la primera mitad del año fue del 7,3 %, en lugar del 6,7 % inicialmente publicado.

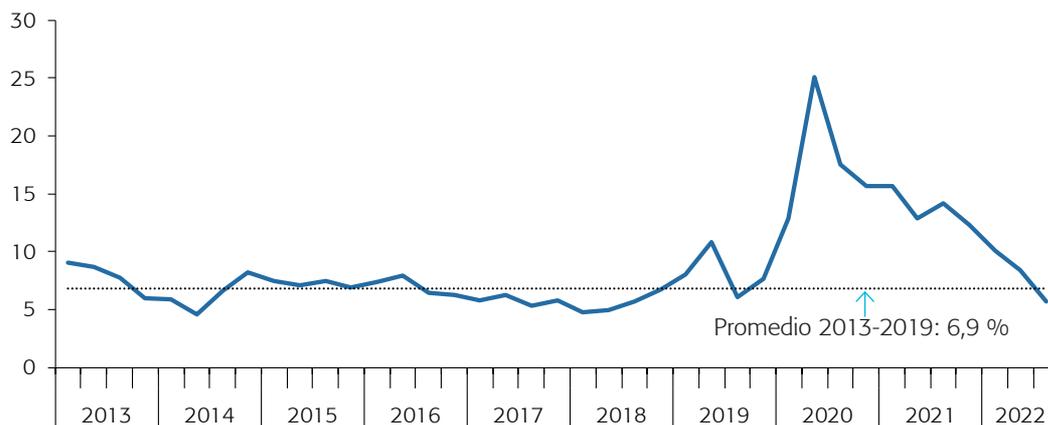
El consumo prácticamente se estancó en términos reales, aunque creció un 1,8 % en términos corrientes. Dicho de otra forma, el volumen de bienes y servicios consumidos se mantuvo estable a pesar del encarecimiento de la cesta de la compra, lo que se traduce en un mayor nivel de gasto

\* Funcas.

Gráfico 1

**Tasa de ahorro de los hogares**

(En porcentaje de la renta disponible bruta)



Fuente: INE.

en euros corrientes. Esto, unido a un descenso del 1,1 % en la renta disponible bruta de los hogares, ha supuesto una sustancial caída de la tasa de ahorro hasta el 5,7 %, nivel que se encuentra por debajo de la media del 6,8 % registrada durante el periodo 2013-2019 (gráfico 1). El colchón acumulado durante 2020 y 2021 ha dejado, por tanto, de crecer, aunque probablemente su existencia, junto a la favorable evolución del empleo, es lo que ha permitido que el consumo se haya sostenido a pesar de la pérdida de capacidad adquisitiva de los hogares, a costa de una reducción sustancial de la tasa de ahorro.

La inversión en equipo registró un leve incremento, pero el componente de la demanda nacional que más aportó al crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue el consumo de las administraciones públicas. La contribución del sector exterior fue negativa: el gasto real de los turistas apenas avanzó, tras haberse normalizado —e incluso haber superado el nivel prepandemia— en los trimestres anteriores (gráfico 2), y el moderado crecimiento de las exportaciones no fue suficiente para contrarrestar el mayor ascenso de las importaciones.

En cuanto a los meses finales del año, el nivel alcanzado por el índice PMI de manufacturas indica

un retroceso en la actividad del sector, pero más suave de lo esperado. De hecho, el índice de producción industrial manufacturero hasta noviembre refleja tan solo un leve deterioro —más acusado en las ramas industriales intensivas en energía—. Los indicadores de confianza también perdieron terreno, al tiempo que se reducía la utilización de la capacidad productiva. En los servicios, sin embargo, el índice PMI apunta hacia una continuación del crecimiento, si bien a un ritmo muy lento. Las pernoctaciones en hoteles crecieron, al igual que el transporte de viajeros por avión y por ferrocarril.

*Las presiones inflacionistas por el lado de los costes se han relajado sustancialmente, comenzando a reflejarse en el índice de precios industriales. El índice que excluye la energía prácticamente ha dejado de ascender, aunque con ciertas diferencias por productos, destacando la continuada trayectoria alcista de los productos alimenticios.*

El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en el conjunto del cuarto trimestre un 0,6 %, tasa muy semejante a la registrada los trimestres anteriores y que traduce la resiliencia del

Gráfico 2

**Turismo: número de entradas y gasto**

(Base 100 en enero 2020)



Fuente: INE.

mercado laboral. En diciembre se produjo un descenso del empleo en términos desestacionalizados, pero este no es, de momento, significativo, ya que tuvo lugar tras un dato excepcionalmente bueno el mes anterior –lo mismo sucedió en los meses de junio y julio, lo que indica que puede haberse producido, simplemente, un cambio en los patrones estacionales–. El empleo privado no agrícola, por su parte, avanzó un 0,6 % en el trimestre, lo que en este caso supone una desaceleración frente al 0,8 % observado en el trimestre anterior. Por tanto, aunque se observa una cierta desaceleración, aún es pronto para hablar de un cambio de tendencia en la evolución del empleo. En el conjunto de 2022, con respecto al conjunto de 2021, la afiliación total creció un 3,8 %, y la afiliación en el sector privado no agrícola un 4,8 %.

La tasa general de inflación alcanzó su máximo en julio, con un 10,8 %. A partir de ese momento, las bajadas de precios de los productos energéticos indujeron una caída hasta el 5,7 % en diciembre. La tasa subyacente, sin embargo, tras estabilizarse en torno al 6,3 % entre agosto y noviembre, registró un inesperado repunte en diciembre hasta el 7,0 %. Lo más destacable es la continuación de la trayectoria ascendente de la inflación en los alimentos elaborados, que en diciembre se situó en el 16,4 %.

Las presiones inflacionistas por el lado de los costes se han relajado sustancialmente. Así, por ejemplo, la cotización del petróleo registró una inesperada caída desde una media de 117,5 dólares en julio hasta 81,5 dólares en diciembre. El precio del gas alcanzó su máximo en agosto, cuando llegó a superar los 200 euros/MWh, descendiendo hasta 60 en octubre-noviembre, si bien en diciembre ascendió hasta casi 100 –todavía, en todo caso, muy por encima de niveles preguerra y prepandemia–. Las materias primas industriales también se han abaratado, aunque permanecen en niveles relativamente elevados, mientras que los fletes marítimos se encuentran cerca de los niveles previos a 2020, y los cuellos de botella en las cadenas de suministro globales ya están cerca de resolverse.

Todo ello se ha comenzado a reflejar en el índice de precios industriales. El índice que excluye la energía prácticamente ha dejado de ascender, indicando una estabilización de los precios industriales a lo largo de la cadena de producción, aunque con ciertas diferencias por productos. Así, en el caso de los bienes intermedios, los precios se encuentran incluso en descenso, mientras que en los productos alimenticios la trayectoria alcista se mantiene intacta, anunciando que el encarecimiento de los alimentos en el IPC aún tiene recorrido.

Todo lo anterior, unido a la evolución mejor de lo esperado en el nivel de almacenamiento de gas natural en Europa –que, junto al buen tiempo, ha alejado el temor a cortes de suministro durante el invierno–, ha permitido que la trayectoria de la economía en el tramo final del año haya sido, probablemente, mejor de lo que se anticipaba meses atrás.

El saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente en el conjunto de los tres primeros trimestres del año ha sido un superávit del 0,2 % del PIB. El superávit de la balanza de servicios turísticos se ha recuperado completamente, hasta niveles pre-pandemia, pero al mismo tiempo se ha producido un fuerte deterioro de la balanza de bienes, que registró el mayor déficit desde 2008. Este ha sido consecuencia tanto del encarecimiento de la factura energética como del cambio de signo de la balanza no energética, que se ha vuelto deficitario.

En cuanto al saldo de las cuentas públicas, ha vuelto a sorprender con un resultado mejor de lo esperado, como consecuencia de un incremento en la recaudación fiscal superior al previsto. Hasta septiembre, el déficit del conjunto de las administraciones públicas fue del 2,3 % del PIB, frente a un 6,3 % en el mismo periodo del año anterior.

## Previsiones para 2022-2024

Los ajustes aportados por el INE en relación a la evolución de la economía durante la primera parte del ejercicio pasado, junto con la tendencia a la moderación de los precios energéticos, obligan a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento. Para 2022, se estima que el PIB habrá avanzado un 5,2 %, siete décimas más que en la anterior previsión, como consecuencia de dicha actualización del INE.

El crecimiento retrocederá hasta el 1,0 % en 2023, debido fundamentalmente a que la mayoría de hogares ya no disponen de un colchón de ahorro para sostener su gasto en consumo. Sin embargo, el PIB avanzaría tres décimas más que en la previsión de octubre. Esta revisión al alza se basa en una hipótesis de precios energéticos más moderados de a lo anticipado: el gas cotizaría en 90 euros por MWh

(una hipótesis prudente ya que se sitúa por encima de los valores registrados en los mercados a plazo del Mibgas), frente al supuesto anterior de 120 euros. Todo ello crea un terreno propicio a la desescalada del IPC, atenuando la pérdida de poder adquisitivo de las familias y el alza de costes energéticos de las empresas. Su efecto expansivo compensará el giro restrictivo en materia de política monetaria, y se hará más patente a partir de la primavera.

---

*La inversión será el componente más dinámico de la demanda en 2023, debido a que los estímulos provenientes de los fondos europeos contrarrestarán el efecto negativo de la subida de tipos de interés. La aportación del sector exterior, sin embargo, será negativa como consecuencia del débil crecimiento previsto de los mercados europeos.*

---

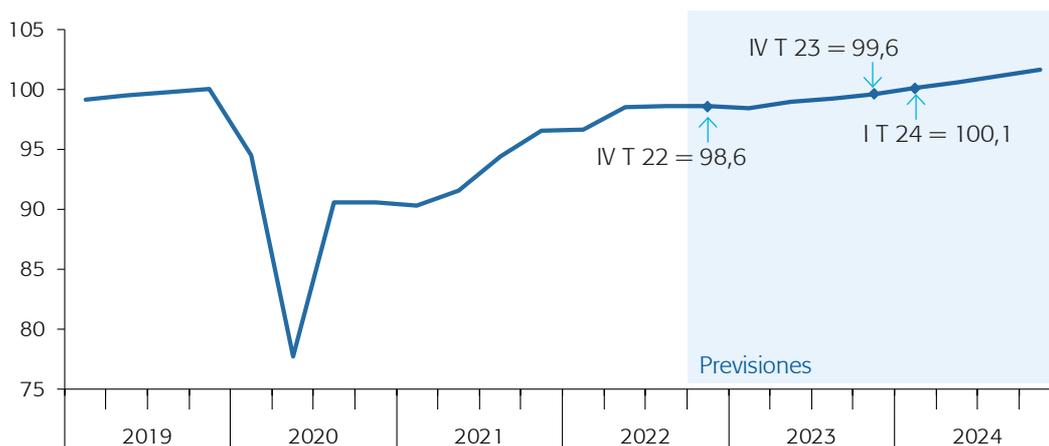
Todos los componentes de la demanda interna se han revisado al alza, particularmente en lo que atañe al consumo privado, que registraría un ligero avance (frente al estancamiento presagiado en la anterior previsión). La inversión, también ajustada al alza, será el componente más dinámico de la demanda, debido a que los estímulos provenientes de los fondos europeos contrarrestarán el efecto negativo de la subida de tipos de interés. La aportación del sector exterior, sin embargo, será negativa como consecuencia del débil crecimiento previsto de los mercados europeos (la economía de la eurozona en su conjunto tendrá un crecimiento nulo en el presente ejercicio, y algunos importantes mercados de exportación como Alemania conocerán una recesión).

El crecimiento del PIB previsto para el conjunto del año presenta importantes contrastes en su perfil trimestral. Tras la leve caída anticipada en el primer trimestre, se espera que el PIB avance a un ritmo trimestral cercano al 0,4 %. Fruto de ello, y de la recuperación progresiva de la economía europea, el crecimiento podría alcanzar el 1,8 % en 2024, lo que permitiría recuperar el nivel de actividad previo a la pandemia (gráfico 3). Todos los componentes, tanto internos como externos, aportarán crecimiento ese año.

Gráfico 3

**PIB**

(En niveles, IV Timestre 2019 =100)



Fuente: INE y Funcas.

La desescalada del IPC iniciada en el cierre del 2022 se prolongará, si bien de manera gradual por la inercia que caracteriza la inflación subyacente (la que se obtiene descontando los precios de la energía y de los alimentos frescos). El deflactor del

afianzará en 2024, con un crecimiento del deflactor del consumo del 3,5 % –superando todavía el objetivo del Banco Central Europeo– y del 3,2 % en términos de deflactor del PIB.

*Se prevé la creación de casi 100.000 empleos netos durante el presente ejercicio y de 250.000 adicionales en 2024 (en términos equivalentes a tiempo completo). Todo ello podría facilitar una leve reducción de la tasa de paro hasta el entorno del 11,5 % al final del periodo de previsión, todavía el peor resultado de la UE.*

consumo privado crecerá este año un 4,4 %, ocho décimas menos que en la anterior previsión, como consecuencia del abaratamiento de la energía. Por su parte, el deflactor del PIB, la variable que mejor refleja la dinámica subyacente, se incrementará un 4,1 % (tres décimas menos). Esta previsión asume una contención de los efectos de segunda ronda: tanto la remuneración media por asalariado como los márgenes empresariales por unidad producida crecerán a un ritmo moderado, del 3,5 % y 3,9 %, respectivamente. El retroceso de la inflación se

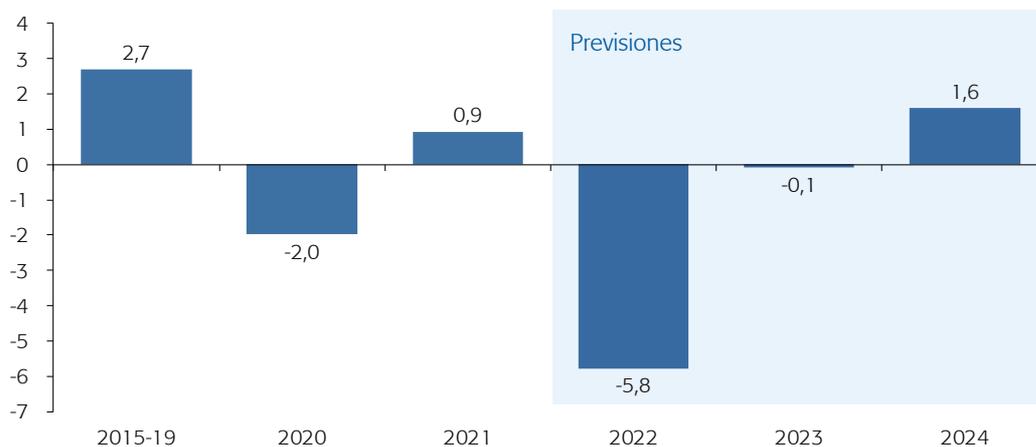
La ralentización prevista de la economía internacional, y en particular de la europea, hará mella en las cuentas externas, provocando un deterioro de la balanza por cuenta corriente en 2023. Sin embargo, la tendencia cambiará en 2024 gracias a la mejora global –también vaticinada por el FMI– para ese año, unida al buen posicionamiento competitivo de las empresas españolas. En todo caso, habida cuenta de los fondos europeos *Next Generation*, el saldo total se mantendrá en terreno positivo (capacidad de financiación) durante todo el periodo de previsión.

El mercado laboral se resentirá de la desaceleración, pero sin revertir la recuperación registrada en los últimos meses. Se prevé la creación de casi 100.000 empleos netos durante el presente ejercicio y de 250.000 adicionales en 2024 (en términos equivalentes a tiempo completo). Todo ello podría facilitar una leve reducción de la tasa de paro hasta el entorno del 11,5 % al final del periodo de previsión, todavía el peor resultado de la UE.

Gráfico 4

### Renta disponible bruta real de los hogares

(Tasas de crecimiento, en porcentaje)



Fuente: INE y Funcas.

El déficit público ha descendido significativamente 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 4,3 % del PIB en 2023 y la deuda pública se situará en el 110 %.

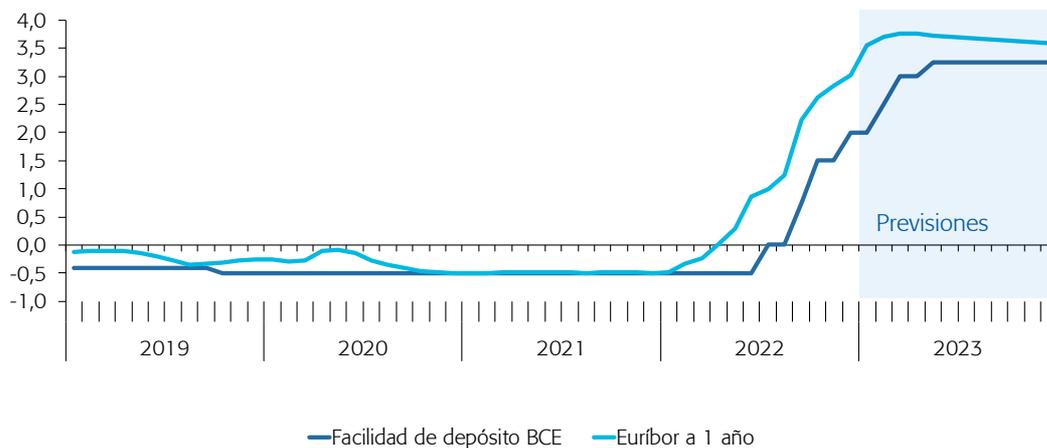
Unos registros que mejorarán en 2024 en consonancia con la recuperación.

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

Gráfico 5

### Tipos de interés

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España y Funcas.

Cuadro 1

**Previsiones económicas para España 2022-2024**

(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	2024	2022	2023
<b>1. PIB y agregados, precios constantes</b>									
PIB	-1,3	2,6	-11,3	5,5	5,2	1,0	1,8	0,7	0,3
Consumo final hogares e ISFLSH	-2,1	2,2	-12,2	6,0	2,6	1,2	1,5	1,3	1,1
Consumo final administraciones públicas	0,9	1,3	3,5	2,9	-1,4	1,4	0,7	0,5	0,5
Formación bruta de capital fijo	-7,6	4,8	-9,7	0,9	5,6	2,5	2,5	0,5	0,8
Construcción	-10,7	4,9	-10,2	-3,7	5,1	3,6	1,3	0,5	0,4
Equipo y otros productos	-2,7	4,8	-9,2	5,8	6,2	1,4	3,8	0,7	1,3
Exportación bienes y servicios	1,8	3,9	-19,9	14,4	18,1	2,4	3,8	0,7	1,0
Importación bienes y servicios	-4,0	4,4	-14,9	13,9	9,4	3,8	3,1	1,8	2,7
Demanda nacional (b)	-3,1	2,6	-9,1	5,2	2,1	1,5	1,5	1,1	1,0
Saldo exterior (b)	1,8	0,0	-2,2	0,3	3,2	-0,5	0,3	-0,3	-0,7
PIB precios corrientes:									
- miles de mill. de euros	--	--	1.118,0	1.206,8	1.329,0	1.397,4	1.468,1	--	--
- % variación	-0,8	3,4	-10,2	7,9	10,1	5,1	5,1	1,6	0,0
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>									
Deflactor del PIB	0,5	0,8	1,2	2,3	4,6	4,1	3,2	0,8	-0,3
Deflactor del consumo de los hogares	1,7	0,7	0,0	2,1	8,2	4,4	3,5	0,0	-0,8
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	-3,4	2,6	-6,8	6,6	3,8	0,5	1,3	0,5	0,1
Remuneración por asalariado e.t.c	2,4	0,9	2,4	-0,7	2,5	3,5	3,2	0,5	0,0
Tasa de paro (EPA, % de la pob. activa)	20,2	18,8	15,5	14,8	12,8	12,3	11,5	0,4	0,3
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>									
Tasa de ahorro nacional	18,8	21,7	21,0	21,8	21,5	20,9	21,5	-0,3	-0,2
- del cual, ahorro privado	22,9	23,6	28,2	25,3	22,7	22,9	23,3	-0,8	0,0
Tasa de inversión nacional	21,7	19,4	20,4	20,8	21,2	21,5	21,5	0,2	0,5
- de la cual, inversión privada	17,7	17,2	17,7	18,1	18,2	18,5	18,7	0,2	0,4
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-2,9	2,3	0,6	1,0	0,3	-0,6	0,0	-0,6	-0,8
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-2,4	2,7	1,1	1,9	1,0	0,5	0,9	-1,1	-0,8
- Sector privado	6,6	6,8	11,2	8,7	4,8	4,8	5,0	-1,6	-0,9
- Saldo AA. PP. exc. ayudas a ent. financieras	-8,1	-3,9	-9,9	-6,8	-3,8	-4,3	-3,9	0,4	0,1
Deuda pública según PDE	69,0	101,9	120,4	118,3	111,2	110,1	108,8	-2,0	-1,9
<b>4. Otras variables</b>									
PIB Eurozona	-0,2	1,9	-6,4	5,3	3,2	0,0	1,0	0,1	0,2
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	8,8	6,7	17,6	13,7	6,0	4,8	4,9	-2,7	-2,9
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	128,5	101,6	91,5	89,3	88,2	85,2	81,4	1,4	2,5
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	133,4	103,0	108,4	104,0	94,5	89,5	84,9	-1,4	-0,9
Euríbor 12 meses (% anual)	1,90	0,01	-0,30	-0,49	1,09	3,50	3,25	0,25	0,99
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	4,74	1,58	0,38	0,35	2,19	3,75	3,50	-0,11	0,25

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

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

Fuentes: 2008-2021: INE y Banco de España; Previsiones 2022-2024: Funcas.

efectos de segunda ronda. Las previsiones incorporan incrementos adicionales de la facilidad de depósito del BCE hasta alcanzar el 3,25 % en el segundo trimestre del 2023, momento a partir del cual se mantendría sin grandes cambios hasta principios de 2024, cuando empezaría a descender (gráfico 5). El ajuste monetario se reflejará en los tipos de interés de mercado. El euríbor podría alcanzar valores próximos al 3,75 % en los próximos meses, antes de retroceder levemente a medida que las expectativas de nuevas subidas de tipos del BCE se frenan. El resultado para los hogares hipotecados a tipos variables es un encarecimiento de la factura de intereses que podría totalizar 6.300 millones de euros en los dos próximos años. El rendimiento de la deuda pública seguirá una senda similar, incrementando el pago de intereses en unos 9.000 millones, en total hasta 2024.

## Riesgos

Las previsiones siguen estando marcadas por un elevado grado de incertidumbre global. Un desplome de los precios energéticos más acusado de lo previsto no es descartable, a tenor de los mercados a plazo, y su materialización aceleraría la desescalada de la inflación a la vez que aportaría un importante

estímulo al crecimiento. En sentido inverso, tras el fin de la política de Covid-cero, China podría emprender una rápida senda de recuperación, tensionando los mercados y los precios del petróleo y del gas licuado. Por otra parte, el riesgo geopolítico parece haberse reducido (los escenarios más pesimistas en relación a la guerra en Ucrania son menos probables), pero sin desaparecer.

En el plano económico, el ritmo de subida de tipos de interés por parte del BCE plantea un desafío para los agentes más endeudados. Los riesgos financieros parecen hoy moderados, gracias al desendeudamiento privado y al buen comportamiento del mercado laboral (algo clave para evitar una recesión). Pero un ajuste excesivamente agresivo de la política monetaria podría complicar el escenario.

Finalmente, la persistencia de un importante déficit público estructural es una amenaza, en un contexto de retirada del apoyo del BCE tanto en materia de tipos como de compra de deuda pública. El Estado tendrá que colocar en el mercado cantidades ingentes de títulos de deuda. Y por tanto, la sostenibilidad fiscal depende de la credibilidad de los objetivos de corrección de los desequilibrios, y del impacto transformador de las inversiones financiadas con fondos europeos.

# La política monetaria en 2023: recorrido y efectos de la subida de tipos de interés

*Santiago Carbó Valverde\* y Francisco Rodríguez Fernández\*\**

**Durante 2023, el control de la inflación será algo más que una batalla por la estabilidad económica y financiera, estando en juego la credibilidad institucional de la política monetaria. La senda parece marcada y sigue contemplándose, al menos durante buena parte del año, un aumento de los tipos de interés oficiales. El euríbor, por su parte, ha experimentado un aumento importante desde julio de 2022, anticipando los cambios en la política monetaria; pero tras unos primeros saltos más abruptos, parece ya haber acomodado buena parte de la expectativa de subida de tipos oficiales, con lo que su crecimiento durante 2023 puede ser más limitado. En este contexto de incertidumbre, el papel de los bancos sigue siendo determinante, como lo fue en la provisión de crédito durante la pandemia. Eso sí, análisis recientes de entidades supervisoras apuntan que, aunque pueden aumentar los ingresos bancarios con la subida de tipos, también puede haber efectos negativos para las entidades financieras de tanto o más calado, como un aumento del coste de su financiación, o una caída del volumen de crédito y un aumento de la morosidad por la debilidad económica.**

## Últimas decisiones y pistas sobre el futuro

2023 se inicia con grandes retos para la política monetaria. En la eurozona, es el año que trae un grupo del euro ya de veinte países, con la incorporación de Croacia, pero ese parece ser un desafío de orden menor comparado con otros. Entre ellos, el del control de la inflación, que es una batalla por la

estabilidad económica y financiera e, incluso, por la credibilidad institucional de la política monetaria en sí misma. La senda parece marcada, pero este es un ejercicio de numerosas incertidumbres. Así, el 15 de diciembre de 2023, el Consejo de Gobierno del BCE decidió subir los tres tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos y, lo que es más importante, señalaba que: “sobre la base de la considerable revisión al alza de las perspectivas de inflación, prevemos

\* Universidad de Valencia y Funcas.

\*\* Universidad de Granada y Funcas.

seguir aumentándolos. En particular, estimamos que los tipos de interés tendrán que incrementarse aún significativamente a un ritmo sostenido hasta alcanzar niveles suficientemente restrictivos para asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en nuestro objetivo del 2 % a medio plazo” (BCE, 2022a).

El BCE confía en que mantener los tipos de interés en niveles restrictivos reducirá la inflación moderando la demanda y también servirá de protección frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación; pero sigue insistiendo en su enfoque contingente dado el nivel de incertidumbre existente y la parte de la subida de precios (principalmente, la energética) que, en principio, no depende de forma específica de sus acciones. En todo caso, no puede perderse de vista una transición de índole tanto cuantitativa como cualitativa en el comportamiento de los precios en la eurozona en los últimos meses, que resulta especialmente sintomática en países como España. En particular, como señaló el propio Banco de España en un artículo de su *Boletín Económico* del primer trimestre de 2023 (titulado “De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista”), se observa que, en España, a partir de diciembre de 2020 la inflación repuntó. Según esta nota, “inicialmente, este repunte se ciñó a los precios energéticos, pero posteriormente se sumaron los alimentos y el resto de los componentes. Es importante entender en qué medida esta generalización es el resultado del aumento de los precios energéticos (...) Este aumento se debe en parte al mayor tamaño de las perturbaciones recientes, pero también a una intensificación de la transmisión de las variaciones en los precios de la energía al resto de los precios de consumo” (González Mínguez *et al.*, 2023).

Por lo tanto, ya no puede hablarse tan solo de una inflación de costes, sino de un aumento generalizado —y algo “pegajoso”— de la subida de precios en casi todos los componentes de la cesta de consumo. En la expectativa del BCE está controlar este fenómeno. Así, observa (según la nota explicativa de sus perspectivas con la decisión adoptada el 15 de diciembre) que, con el endurecimiento de la política monetaria, la financiación de las empresas y

los hogares es cada vez más cara, pero, a pesar de ello, “el crédito bancario a las empresas mantiene su vigor, dado que estas sustituyen los bonos por préstamos bancarios y utilizan el crédito para financiar los costes más elevados de la producción y la inversión”. No obstante, “los hogares solicitan menos préstamos debido al endurecimiento de los criterios de concesión, la subida de los tipos de interés, el empeoramiento de las perspectivas del mercado de la vivienda y el descenso de la confianza de los consumidores” (BCE, 2022b).

En este artículo se repasa la evolución del principal mecanismo de contención monetario de la inflación —la subida de tipos de interés— y el impacto que el mismo puede tener sobre los bancos y su actividad, así como las perspectivas relativas a los tipos de interés para 2023. Es importante señalar que es parte de la estrategia del BCE revisar las conexiones entre su política monetaria y la estabilidad financiera y que la última revisión se produjo en diciembre de 2022, advirtiéndose un deterioro en las condiciones de estabilidad financiera. El principal motivo identificado es el debilitamiento de la economía y el consiguiente incremento del riesgo de crédito. No pueden tampoco olvidarse las vulnerabilidades de la deuda soberana, en un contexto de aumento de endeudamiento y de su encarecimiento. En todo caso, como el BCE reconocía también en su nota de 15 de diciembre “las entidades de crédito de la zona del euro disponen de niveles holgados de capital, lo que contribuye a reducir las consecuencias indirectas que tiene una política monetaria más restrictiva sobre la estabilidad financiera” (BCE, 2022b).

## Perspectivas para los tipos de interés

El cuadro 1 muestra las proyecciones macroeconómicas del Banco Central Europeo para la eurozona publicadas en diciembre de 2022. Conforme a su objetivo de inflación en torno al 2 %, no se espera que se esté cerca de ese nivel hasta 2025. Por lo tanto, la autoridad monetaria pone el énfasis en una senda de ajuste, pero la proyección en sí es un reconocimiento explícito de la dificultad de reducir la inflación en un período corto de tiempo lo que,

## Cuadro 1

**Proyecciones macroeconómicas del BCE para la eurozona (diciembre de 2022)**

(En porcentaje)

	2021	2022	2023	2024	2025
Variación índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	2,6	8,4	6,3	3,4	2,3
Variación PIB real	5,2	3,4	0,5	1,9	1,8

Fuente: BCE.

además, ha sido una regularidad empírica en perspectiva histórica. En cuanto al PIB, 2023 se muestra como un año de transición, con un crecimiento exiguo en el entorno del 0,5 %, si bien los próximos períodos serán de recuperación pero con moderado crecimiento, por debajo del 2 %.

*La evolución de los tipos de mercado a corto y a largo plazo (euríbor a tres y doce meses, respectivamente) experimentó un salto importante desde julio de 2022. Los tipos medios efectivamente aplicados por las entidades de crédito españolas han subido de forma más paulatina y se mantienen en un promedio del 2,8 % en noviembre de 2022.*

El cuadro 2 muestra las proyecciones de tipos de interés publicadas también en diciembre por el Banco de España. Destacan dos apreciaciones, principalmente. En primer lugar, los tipos de interés a corto plazo seguirán creciendo hasta 2024 y los de largo plazo hasta 2025. La segunda, relacionada, es que los tipos de interés a corto y a largo se

“cruzarán” en 2023, lo que sugiere un aplanamiento de la curva de rendimiento y la percepción de una considerable incertidumbre durante 2023.

La evolución que han seguido los tipos de interés de forma mensual durante 2022 se muestra en el gráfico 1. Es importante señalar que los niveles que ha alcanzado el precio del dinero siguen siendo reducidos en perspectiva histórica, si bien también es necesario tener en cuenta que la subida reciente ha sido intensa y se ha producido en un corto espacio de tiempo. La evolución de los tipos de mercado a corto y a largo plazo (aproximada en el gráfico 1 por el euríbor a tres y doce meses, respectivamente) experimentó un salto importante desde julio de 2022. Eso sí, los tipos medios efectivamente aplicados por las entidades de crédito españolas han subido de forma más paulatina y se mantienen en un promedio del 2,8 % en noviembre de 2022 (último dato disponible). En todo caso, lo que el gráfico también ilustra es que el euríbor ha ido anticipando cambios en la política monetaria y que, tras los primeros saltos más abruptos, parece ya haber acomodado gran parte de la expectativa de subida de tipos oficiales.

## Cuadro 2

**Proyecciones del Banco de España sobre tipos de interés (diciembre 2022)**

(En porcentaje)

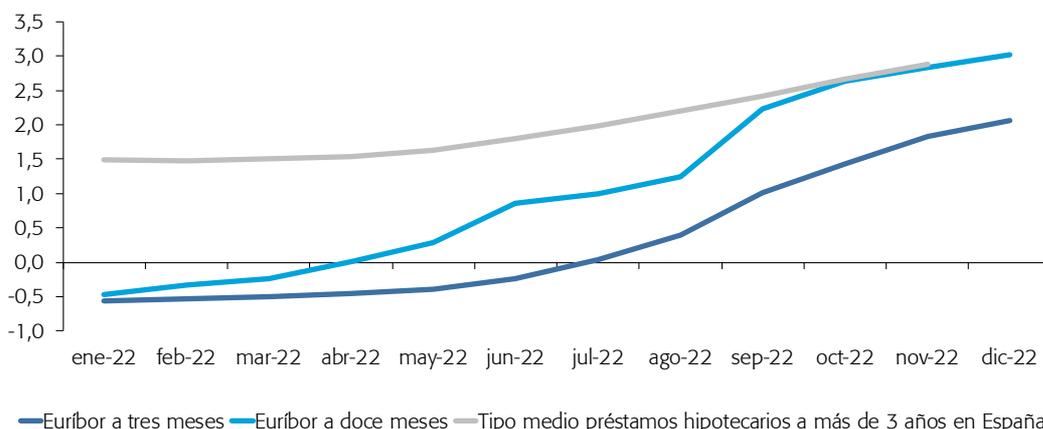
	2021	2022	2023	2024	2025
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	-0,5	0,3	2,9	2,7	2,5
Tipos de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años)	0,3	2,2	2,9	3,1	3,2

Fuente: Banco de España.

Gráfico 1

## Evolución de los tipos de interés euríbor e hipotecarios en España en 2022

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España.

## El papel de los bancos: la necesidad de perspectiva

El papel de los bancos en este contexto de incertidumbre sigue siendo determinante, como lo fue en la provisión de crédito durante la pandemia. Eso sí,

*Las subidas de tipos forman parte del proceso de normalización financiera que implica poder cobrar por prestar y remunerar el ahorro, algo que se había perdido en gran medida con los tipos de interés negativos. Sin embargo, un período de escaso crecimiento y escenarios recesivos implica numerosos riesgos para los bancos y la necesidad de prudencia.*

es preciso adoptar un enfoque con cierta amplitud de perspectiva. Sería erróneo utilizar adjetivos como “ganadores” para referirse a la posición de las entidades financieras ante la subida de tipos de interés. De hecho, las subidas forman parte de ese mismo proceso de normalización financiera que implica poder cobrar por prestar y remunerar el ahorro, algo que se había perdido en gran medida con los tipos de interés negativos. Sin embargo, también hay que tener

en cuenta que un período de escaso crecimiento y escenarios recesivos implica numerosos riesgos para los bancos y la necesidad de prudencia. Para ilustrar estas cuestiones resulta de interés comentar la nota que Luis de Guindos (vicepresidente del BCE) y Andrea Enria (del Consejo de Supervisión del BCE) publicaron en el *blog* de la autoridad monetaria el 20 de diciembre de 2022 con el título “Are banks ready to weather rising interest rates?” (“¿Están los bancos preparados para capear la subida de tipos de interés?”). En su análisis, consideraban dos escenarios. En el primero, se contemplaba un aplanamiento de la curva de rendimiento: un aumento de 300 puntos básicos para el tipo de interés a corto plazo y un incremento de 100 puntos básicos para el tipo de largo plazo a diez años. Es lo que consideran como un “escenario consistente con la necesidad de deribar la inflación de manera más decisiva en el corto plazo, y una expectativa de éxito en el medio plazo.” En el segundo escenario consideraban la posibilidad de un aumento de la pendiente de la curva de rendimiento: una subida de 100 puntos básicos en el tipo de corto plazo y un incremento de 300 puntos base el de largo plazo. Este era el escenario “consistente con una rápida disminución de la inflación, acompañado de preocupaciones a medio plazo sobre la economía mundial” (De Guindos y Enria, 2022).

Los resultados sugieren que los bancos europeos se adaptan bien a las perturbaciones de los tipos de interés y pueden aumentar sus ingresos, pero en todos los escenarios, y en particular en el de aplanamiento de la curva de tipos, los bancos se enfrentarán a un aumento significativo en el coste de su propia financiación, que sería incluso mayor que el aumento proyectado en sus ganancias. Asimismo, consideran que los bancos podrían enfrentar mayores pérdidas crediticias ya que las empresas y los hogares pueden tener dificultades para hacer frente a sus préstamos con los tipos al alza. El deterioro de la calidad de los activos puede requerir mayores provisiones, lo que tendrá un impacto negativo en el capital de los bancos, principalmente en el segundo escenario.

*Aun cuando la morosidad crediticia se encuentra en España por debajo del 4 %, hay que tener en cuenta que hay aún efectos de arrastre de la pandemia en la calidad crediticia.*

También resulta de interés, en este contexto, analizar algunos de los datos y apreciaciones realizadas por el Banco de España en su último *Informe de Estabilidad Financiera*, la edición de otoño de 2022, muy en la línea del análisis del BCE. Señala este informe que “la materialización de los riesgos macroeconómicos puede tener un impacto significativo negativo sobre la rentabilidad y solvencia de las entidades bancarias. El aumento de los tipos de interés elevará previsiblemente los ingresos de los bancos, pero también presionará al alza sus costes de financiación. En particular, podría aumentar el grado de traslación del incremento de los tipos de interés de mercado al coste de los depósitos. Además, el aumento de los costes de financiación de hogares y empresas y la caída de su renta real por la mayor inflación reducirán su capacidad de pago, lo que a su vez podría elevar notablemente los costes por dotaciones frente a deterioros financieros” (Banco de España, 2022).

En todo caso, considera el informe que las pruebas de estrés del Banco de España reflejan una elevada capacidad de resistencia agregada del sector

bancario “ante un escenario adverso de materialización de riesgos macrofinancieros, si bien este implicaría un cierto grado de consumo de capital”.

Aun cuando la morosidad crediticia se encuentra en España por debajo del 4 %, hay que tener en cuenta que hay aún efectos de arrastre de la pandemia en la calidad crediticia. El Banco de España señala que, en los sectores empresariales más afectados por la pandemia, la ratio de dudosos (con un peso del 17,9 % en el total del crédito a la actividad empresarial no financiera en junio de 2022) siguió aumentando, aunque a un ritmo reducido, hasta el 6,1 %. A su vez, la ratio de préstamos en vigilancia especial y refinanciados sobre el total de crédito descendió en el primer semestre de 2022 (último dato disponible) aunque era aún del 7,2 % en junio.

Por último, también hay que tener en cuenta el efecto que el entorno económico puede tener en el volumen de crédito y no sólo en el coste. El propio Banco de España (2022) considera que “en los próximos trimestres se espera también un aumento del margen de intereses en España como consecuencia de la reprecación de los préstamos a tipo variable (y nuevas concesiones a tipos más altos) derivada de la subida del euríbor en los últimos meses. Sin embargo, este aumento puede ser parcialmente compensado por la caída de volúmenes si se produce una desaceleración económica”.

## Conclusiones

Del análisis anterior se desprende que 2023 será un año de ajuste no exento de riesgo, con los tipos de interés aún al alza, al menos durante la primera mitad del año, pero con una menor velocidad en la adaptación de los tipos de mercado (euríbor) a las expectativas de elevación del precio oficial del dinero. En general, cabe destacar cuatro desafíos:

- **Desafío de la credibilidad:** las autoridades monetarias intentan anclar las expectativas de los agentes privados para que internalicen en sus decisiones de consumo y financiación los problemas de inflación y, de este modo, corregirlos. Si la inflación persiste, va a ser un año

extremadamente delicado para las autoridades monetarias para mantener su credibilidad.

- Relacionado con el anterior reto, los bancos centrales tratarán de hacer efectivo su mecanismo de transmisión. Esto implica que el crecimiento del crédito debería mantenerse en tasas moderadas, algo que los últimos datos de 2022 parecen empezar a confirmar.
- Por otro lado, y aunque no sea materia de esta nota, habrá que tener en cuenta el desafío de la coordinación europea en materia fiscal. Si las medidas monetarias son duras, pero las fiscales demasiado laxas, generalizadas y poco quirúrgicas, tanto la batalla por la inflación como la normalización monetaria serán más duras.
- Finalmente, hay que tener en cuenta los condicionantes exógenos. En este sentido, los efectos de la guerra en Ucrania seguirán siendo relevantes, como lo es también el repunte de la pandemia en China. En general, todo lo que afecte a los mecanismos de provisión y al coste de la energía sigue siendo un riesgo muy importante aún en 2023.

## Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2022). *Informe de Estabilidad Financiera*, otoño 2022. Disponible en: [https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/22/IEF\\_Otono2022.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/22/IEF_Otono2022.pdf)
- BCE (2022a). *Decisiones de política monetaria, 15 de diciembre de 2022*. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp221215~f3461d7b6e.es.html>
- BCE (2022b). *Declaración de política monetaria, 15 de diciembre de 2022*. Disponible en: Declaración de política monetaria (bde.es)
- DE GUINDOS, L. y ENRIA, A. (2022). Are banks ready to weather rising interest rates? The ECB Blog, 20 diciembre 2022. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/DecisionesPoliticaMonetaria/22/2022-12-15Monetarypolicystatement.pdf>
- GONZÁLEZ MÍNGUEZ, J., HURTADO, S., LEIVA-LEÓN, D. y URTASUN, A. (2023). De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista. *Boletín Económico*, 2023/T1. Banco de España. Disponible en: <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/24995/1/be2301-art02.pdf>

# La gestión de los riesgos del endurecimiento cuantitativo en la eurozona

Erik Jones\*

**El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) acordó el 27 de octubre de 2022 incentivar el reembolso anticipado de los préstamos concedidos a los bancos a través de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) durante la pandemia del COVID-19. El 15 de diciembre, el Consejo de Gobierno anunció que ralentizará la reinversión del principal que venza de los activos incluidos en el programa de compra de activos a gran escala para reducir su cartera en alrededor de 15.000 millones de euros mensuales a partir de marzo de 2023. Estas dos decisiones son importantes para drenar el exceso de liquidez en la eurozona y mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, pero implican también importantes riesgos para los bancos comerciales, los bancos centrales, las finanzas públicas y el propio BCE. La gestión de estos riesgos adquirirá un protagonismo creciente cuando el ritmo de las subidas de los tipos de interés iniciadas en julio de 2022 comience a ralentizarse en el segundo trimestre de 2023.**

El Consejo de Gobierno de Banco Central Europeo (BCE) comenzó a subir los tipos de interés en julio de 2022. En diciembre de ese año, sus tipos de interés principales se habían incrementado en 250 puntos básicos, con lo que el tipo pagado por los depósitos mantenidos en los bancos centrales de la eurozona (el Eurosistema) pasó del -0,5 % al 2,0 % en solo seis meses. Simultáneamente, los responsables de la política monetaria observaron que tenían que acompañar esta subida de los tipos oficiales con una reducción de sus medidas acomodaticias para reforzar el

impacto de los cambios de política monetaria sobre las condiciones crediticias de la economía y reducir el exceso de liquidez en el sistema bancario europeo<sup>1</sup>. Al finales de diciembre, el BCE estimaba que la zona del euro tenía aproximadamente 4 billones de euros de exceso de liquidez (cuadro 1), resultado de la ampliación en más de 6 billones de euros del balance acumulado del Eurosistema desde 2010 mediante una combinación de programas de compras de activos y operaciones de financiación a plazo más largo (cuadro 2).

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

<sup>1</sup> Véanse, por ejemplo, las cuentas monetarias de la reunión del Consejo de Gobierno de 27 de octubre de 2022, que pueden consultarse en: <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2022/html/ecb.mg221124~3527764024.en.html>.

## Cuadro 1

**Condiciones de liquidez en la eurozona**

(En miles de millones de euros)

<i>Periodo de mantenimiento, del 21 de diciembre de 2022 al 7 de febrero de 2023</i>	<i>Cuantías</i>
Saldos en cuentas corrientes	202,29
(menos) Reservas medias obligatorias	-168,09
Depósitos en la facilidad de depósito	4.085,32
<b>Excedente de liquidez</b>	<b>4.119,52</b>

*Nota:* el excedente de liquidez es igual a los saldos en cuentas corrientes del sistema bancario menos sus reservas medias obligatorias durante el periodo de mantenimiento más cualquier saldo depositado en la facilidad de depósito. En el contexto actual, no hay recurso a la facilidad marginal de crédito.

*Fuente:* Banco Central Europeo.

Por todo ello, el 27 de octubre, el Consejo de Gobierno decidió modificar las condiciones ofrecidas a los bancos comerciales durante la pandemia a través de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO*, por sus siglas en inglés) para incentivar el reembolso anticipado. Seguidamente, el 15 de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió ralentizar la reinversión del principal que fuera venciendo de los valores de la cartera de activos acumulada durante su programa de compra de activos a gran escala.

La finalidad de esta segunda decisión es comenzar a reducir el balance global del Eurosistema en aproximadamente 15.000 millones de euros al mes a partir de 2023. Por otra parte, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, resaltó en su conferencia de prensa de diciembre sobre política monetaria que esta contracción del balance del Eurosistema no sustituye a nuevos incrementos de los tipos oficiales del BCE, sino que “complementa” o “acompaña” la subida de los tipos de interés, “principal herramienta para combatir la inflación”. Por ello, Lagarde anunció que proseguirán los ajustes del tipo de interés,

## Cuadro 2

**Medidas no convencionales en el balance del BCE**

(En miles de millones de euros)

<i>30 de diciembre de 2022</i>	<i>Cuantías</i>
Programa para los Mercados de Valores (SMP)	2,86
Programa de compras de activos (de los cuales)	3.253,67
Cédulas hipotecarias	301,97
Bonos de titulización de activos	22,92
Títulos del sector corporativo	344,12
Títulos del sector público	2.584,67
Programa de compras de emergencia frente la pandemia ( <i>PEPP</i> )	1.680,67
Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (saldo vivo)	1.317,65
<b>Total</b>	<b>6.254,85</b>

*Nota:* Estas cifras no son idénticas a las recogidas en el cuadro 3 debido a diferencias en cuanto a los periodos de reporte y a las medidas contables (los costes amortizados son inferiores a las compras netas mensuales acumuladas). Los datos del *PEPP* incluyen cédulas hipotecarias y valores de deuda corporativa comprados al amparo del programa.

*Fuente:* Banco Central Europeo.

en paralelo al reembolso anticipado de las *TLTRO* y la ralentización de la reinversión en el programa de compra de activos<sup>2</sup>.

Lagarde advirtió también de que el proceso de reducción del balance del BCE (conocido como *quantitative tightening*, *QT*, o endurecimiento cuantitativo) lleva aparejados importantes riesgos. “La reducción del balance (*QT*) es una experiencia nueva para nosotros”, señaló<sup>3</sup>. Y aunque no analizó detalladamente los riesgos en su declaración inicial ni en sus respuestas durante el turno de preguntas, es claro que estos riesgos se refieren a los bancos comerciales, los bancos centrales, las finanzas públicas y al propio BCE.

Lagarde explicó que el Consejo de Gobierno acordará los aspectos operativos concretos de la aplicación del endurecimiento cuantitativo en febrero de 2023 y “evaluará de forma continuada el impacto de esta medida sobre las condiciones de financiación, la situación monetaria y la orientación de la política monetaria<sup>4</sup>”. Esto supone que la gestión de los riesgos asociados a las medidas de reducción del balance destacará entre las prioridades del Consejo de Gobierno a medida que el ritmo de subida del tipo de interés comience a ralentizarse y aumente la retirada gradual del exceso de liquidez. Dado que más de la mitad de los 1,3 billones de euros de saldos vivos de las *TLTRO* vencerán de aquí a junio de 2023, este cambio en el foco de atención podría producirse antes del final del segundo trimestre.

## Bancos comerciales y bancos centrales

La decisión de reducir el balance del Eurosistema lleva aparejadas oportunidades y riesgos para los bancos comerciales (incluyendo otras entidades financieras monetarias) y los bancos centrales de la eurozona. Las oportunidades se centran en el

reforzamiento de los mercados de crédito interbancario y la liberación de activos para servir como garantía en los préstamos titulizados. La introducción de las compras de activos a gran escala en 2015 y la fuerte expansión de este programa al inicio de la pandemia han retirado del mercado un importante volumen de activos líquidos de alta calidad que, en otro caso, podrían utilizarse como activos de garantía para el endeudamiento titulizado. Lo mismo ocurre con los requisitos de los activos de garantía para el acceso de los bancos a las operaciones de financiación a plazo más largo, incluida la tercera ronda de *TLTRO* anunciada poco antes del inicio de la pandemia, en septiembre de 2019. A consecuencia de ello, los bancos comerciales han recurrido a su propia liquidez para cumplir los requisitos regulatorios de mantenimiento de liquidez y de “fondos propios y pasivos admisibles” (MREL) y se ha reducido la redistribución de la liquidez de los bancos centrales entre los bancos de la eurozona (véase Barbiero, Boucinha y Burlon, 2021).

---

*La ralentización de la reinversión del principal que vaya venciendo reducirá la demanda de títulos de deuda pública, lo que aumentará su disponibilidad como activos de garantía. No obstante, impulsará también a la baja los precios de los bonos y, por consiguiente, el valor a precios de mercado de las carteras de deuda bancarias, lo que presionará indirectamente al alza el coste de la financiación para los bancos más afectados.*

---

Al incentivar el reembolso de las operaciones *TLTRO* III, el BCE reducirá el volumen de liquidez de los bancos centrales y liberará los activos que garantizan estos préstamos, devolviéndolos al mercado, lo cual debería facilitar y hacer más atractivo para los bancos redistribuir la liquidez en los mercados de crédito interbancario tanto garantizado como no

<sup>2</sup> Esta conferencia de prensa se celebró el 15 de diciembre de 2022. Las declaraciones de la presidenta Lagarde fueron efectuadas durante el turno de preguntas. La transcripción puede encontrarse en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2022/html/ecb.is221215~197ac630ae.en.html>

<sup>3</sup> Conferencia de prensa de la presidenta del BCE, del 15 de diciembre de 2022.

<sup>4</sup> Conferencia de prensa de la presidenta del BCE, del 15 de diciembre de 2022.

garantizado. Este es, de hecho, el objetivo, como informaban Nicou Asgari y Martin Arnold (2022) en el *Financial Times* en vísperas de la decisión del Consejo de Gobierno del 27 de octubre. Esta información se basaba en las conclusiones de un estudio sobre el mercado de repos (*Repo Market Survey*) de la International Capital Market Association realizado en junio y publicado en octubre. Los bancos se quejaban de la falta de activos de garantía antes de que el BCE comenzara a subir los tipos de interés: “Los valores más demandados eran deuda pública alemana, francesa e italiana” (International Market Association, 2022). Muchos de estos mismos bancos indicaban que no tendrían muchas dificultades si el BCE cerrara anticipadamente el programa de *TLTRO* (McElroy, 2022).

---

*El objetivo es retirar el exceso de liquidez del sistema financiero y el reto es evitar desestabilizar al mismo tiempo los mercados de deuda soberana. Esto explica por qué la creación de un “instrumento para la protección de la transmisión” (TPI) era un precursor necesario de la decisión de retirar el programa de TLTRO de forma rápida y detener la reinversión de parte del principal que vaya venciendo en el programa de compra de activos.*

---

Pero muy pocos de estos bancos previeron la velocidad a la que el Consejo de Gobierno subiría los tipos de interés y las presiones que esto conllevaría para los precios de la deuda pública. La expectativa general a principios de junio era que el primer movimiento se limitaría a 25 puntos básicos. Por el contrario, el Consejo de Gobierno sorprendió a los mercados con una subida el doble de grande, a la que siguieron otras de 75 puntos básicos en septiembre y octubre y otros 50 puntos básicos en diciembre. El efecto de estas subidas de tipos ha sido reducir el valor de los activos de garantía que se devolverán a los mercados. Así ocurre, en particular, con los activos empleados para conseguir financiación *TLTRO* con requisitos menos estrictos en

materia de garantías, con importantes repercusiones sobre el coste de los fondos disponibles para los bancos italianos más pequeños, por ejemplo<sup>5</sup>.

La reducción acumulada de los activos mantenidos en el marco del programa de compra de activos no hará sino aumentar estas presiones. La ralentización de la reinversión del principal que vaya venciendo reducirá la demanda de títulos de deuda pública, lo que aumentará su disponibilidad como activos de garantía. No obstante, impulsará también a la baja los precios de los bonos y, por consiguiente, el valor a precios de mercado de las carteras de deuda bancarias, lo que presionará indirectamente al alza el coste de la financiación para los bancos más afectados. Los bancos más expuestos a este riesgo a la baja serán aquellos que hayan recurrido en mayor medida a préstamos *TLTRO* para cumplir sus requisitos regulatorios de liquidez. Esto explica por qué el reembolso anticipado de las *TLTRO* no ha alcanzado en la práctica las estimaciones del mercado desde el anuncio de la política del Consejo de Gobierno de octubre de 2022 (Weber, 2023). Pese a que las condiciones de los préstamos son ahora menos atractivas, muchos bancos continúan recurriendo a esta liquidez mientras pueden. Y también explica por qué los bancos europeos que tienen acceso al mercado están tratando de emitir bonos antes de que suban más los tipos de interés (Azevedo Rocha, Cohen y Keatinge, 2023).

La oportunidad para los bancos centrales se deriva de que el fortalecimiento de los mercados de crédito interbancario reforzará también la transmisión de la política monetaria. El riesgo es que la transición de los bancos, pasando de recurrir a su propia liquidez para cumplir los requisitos regulatorios a hacerlo a la liquidez redistribuida a través de los mercados, se produzca demasiado rápido y deje a algunos bancos sin los recursos necesarios. Esta era una de las preocupaciones cuando el Consejo de Gobierno comenzó a planificar el cierre de la segunda serie de *TLTRO* en 2018. Lo que descubrieron los bancos centrales es que demasiadas entidades bancarias tendrían dificultades, especialmente las de menor tamaño (véase, por ejemplo, Hussey, 2018).

<sup>5</sup> Acerca del uso de activos de garantía débiles como colateral para la financiación *TLTRO* en Italia, véase Agnes, Antilici, y Mosconi (2021).

La tercera serie de *TLTRO* anunciada en septiembre de 2019 se diseñó como una medida de transición para dar más tiempo para el ajuste. La rápida expansión de este programa durante la pandemia fue algo imprevisto, al igual que la nueva estructura de precios empleada por el Consejo de Gobierno para asegurar que los bancos comerciales aprovecharan plenamente el programa. Este nuevo programa resultó un éxito en términos de distribución de la liquidez entre las entidades financieras de la zona del euro (véase Barbiero, Boucinha y Burlon, 2021). No obstante, persiste el reto de asegurar que estas entidades dispongan de tiempo suficiente para realizar la transición. También puede ocurrir que los bancos centrales tengan que revertir esta política y lanzar una cuarta ronda de operaciones de financiación a plazo más largo, como hicieron en 2019.

## Las finanzas públicas y el BCE

Hasta el momento, no hay debate sobre una cuarta ronda de *TLTRO* y el Consejo de Gobierno centra su atención en el endurecimiento cuantitativo. El objetivo es retirar el exceso de liquidez del sistema financiero y el reto es evitar desestabilizar al mismo tiempo los mercados de deuda soberana (véase Jones, 2022). Esto explica por qué la creación de un “instrumento para la protección de la transmisión” (*TPI*, por sus siglas en inglés) el pasado julio era un precursor necesario de la decisión de retirar el programa de *TLTRO* de forma rápida y detener la reinversión de parte del principal que vaya venciendo en el programa de compra de activos. Si estas medidas desestabilizaran los mercados europeos de deuda soberana, el Consejo de Gobierno podría aplicar el *TPI* para recuperar la estabilidad<sup>6</sup>.

La necesidad de asegurar la estabilidad de los mercados de deuda soberana explica también por qué no se debate actualmente sobre la retención del principal que va venciendo en los activos mantenidos en el marco del programa temporal

de compras de emergencia frente a la pandemia (*PEPP*, por sus siglas en inglés). El fundamento jurídico del programa es ligeramente diferente al del programa de compras a gran escala iniciado en 2015. Las compras de deuda pública en el marco del programa de compras a gran escala (denominado “*public sector purchase programme*” o *PSPP*, por sus siglas en inglés) deben seguir básicamente las mismas proporciones en que los Estados miembros de la zona del euro contribuyen al capital del Banco Central Europeo. Por contraposición, las compras en el marco del *PEPP* pueden apartarse de esta “clave de capital” y realizarse con mayor flexibilidad. Así, el Consejo de Gobierno anunció el pasado junio que utilizaría la reinversión del principal que vaya venciendo de los activos mantenidos en el marco del programa *PEPP* como primera línea de defensa frente a la inestabilidad de los mercados de deuda soberana<sup>7</sup>.

La combinación de la reinversión de la cartera del *PEPP* y la posible aplicación del *TPI* ha logrado mantener la estabilidad en los mercados europeos de deuda soberana. Mientras esta estabilidad se mantenga, el BCE tiene margen no solo para elevar los tipos de interés, sino también para reducir el balance global del Eurosistema. El riesgo para las finanzas públicas, no obstante, es que cualquier endurecimiento cuantitativo tenga un impacto desproporcionado sobre la financiación pública en determinados Estados miembros. Concretamente, que los Estados con más bonos en el Eurosistema queden más expuestos al riesgo de experimentar dificultades de financiación a medida que una parte creciente de estos bonos se liberen efectivamente al mercado al no renovar los bancos centrales a su vencimiento. El país más expuesto en principio es Italia, ya que los bonos del Estado griegos no han sido nunca admisibles para la compra en el marco del *PSPP* (véase el cuadro 3).

El gobierno italiano conoce perfectamente estos riesgos y sabe también que el BCE no intervendría para apoyar los precios de la deuda soberana italiana

<sup>6</sup> Véase “El Instrumento para la Protección de la Transmisión” (Nota de prensa del BCE, 21 de julio de 2022).

<sup>7</sup> Véase “Declaración tras la reunión ad hoc del Consejo de Gobierno del BCE” (Nota de prensa del BCE, 15 de junio de 2022).

## Cuadro 3

**Títulos del sector público mantenidos por país y organización**

(En miles de millones de euros)

	<i>PSPP</i>	<i>PEPP</i>	<i>Total</i>	<i>Porcentaje</i>
Austria	75,14	43,45	118,59	2,69
Bélgica	94,35	56,18	150,52	3,42
Chipre	4,51	2,49	6,99	0,16
Alemania	665,59	397,70	1.063,30	24,15
Estonia	0,56	0,26	0,82	0,02
España	316,32	194,76	511,08	11,61
Finlandia	44,37	26,21	70,58	1,60
Francia	533,98	299,75	833,73	18,93
Grecia	0,00	39,61	39,61	0,90
Irlanda	42,93	25,83	68,75	1,56
Italia	443,56	287,03	730,59	16,59
Lituania	6,02	3,22	9,24	0,21
Luxemburgo	3,95	1,90	5,85	0,13
Letonia	3,93	1,89	5,82	0,13
Malta	1,44	0,61	2,04	0,05
Países Bajos	134,57	84,56	219,13	4,98
Portugal	53,69	34,43	88,12	2,00
Eslovenia	11,23	6,59	17,81	0,40
Eslovaquia	18,65	7,97	26,61	0,60
Supranacional	288,03	145,92	433,94	9,86
<b>Total</b>	<b>2.742,80</b>	<b>1.660,31</b>	<b>4.403,11</b>	<b>100,00</b>

*Nota:* Estos datos se refieren a compras netas mensuales acumuladas, que es la diferencia entre el coste de adquisición y los reembolsos nominales. Dichas cifras difieren de las cantidades expresadas en el cuadro 2 como costes amortizados. Los datos del *Public Sector Purchase Programme (PSPP)* corresponden al cierre de diciembre de 2022; los datos del Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (*PEPP*) corresponden al 22 de noviembre de 2022. Los datos del *PEPP* excluyen las cédulas hipotecarias y los títulos de deuda corporativa adquiridos dentro del programa.

*Fuente:* Banco Central Europeo.

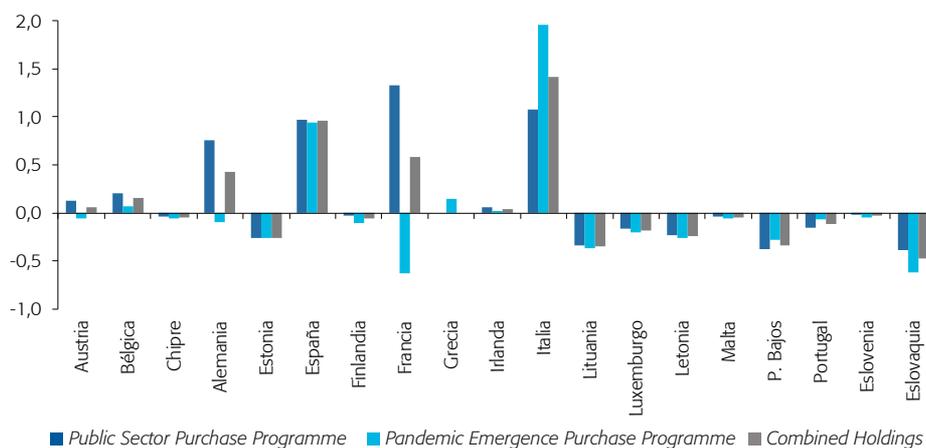
si el gobierno opta por desafiar la coordinación de la política macroeconómica europea o cuestiona directamente las normas fiscales europeas. Por ello, el gobierno nombrado en septiembre de 2022 ha seguido una agenda de política económica conservadora, aunque ello contradiga sus compromisos electorales. De hecho, durante la última campaña electoral, la nueva primera ministra Giorgia Meloni defendió la responsabilidad fiscal, chocando abiertamente con sus propios socios de coalición. Su partido fue el que mayor respaldo electoral obtuvo, y su posición no ha hecho sino mejorar desde la formación de gobierno. En este sentido, el riesgo político se ha atenuado (véase Jones, 2023).

Lo que complica las cosas es que los gobiernos de toda Europa necesitan acudir a los mercados para suavizar el impacto de los elevados precios de la energía para los hogares y financiar la transición a nuevos recursos energéticos. Este endeudamiento se añade a los fondos que la Comisión Europea ha obtenido y obtendrá para financiar el programa de recuperación de la pandemia, el programa *Next Generation EU* y la iniciativa de inversión en nuevas energías *RePowerEurope*. A consecuencia de esto, la demanda estatal y supranacional de crédito alcanzará nuevos máximos, a pesar de que los bancos centrales europeos comiencen a retirarse de los mercados. Según informaciones de Marcus Ashworth en

Gráfico 1

## Desviaciones en posiciones de activos del sector público del Eurosistema respecto a la clave de capital del BCE

(En puntos porcentuales, a diciembre de 2022)



Nota: Grecia no es elegible para participar en el *Public Sector Purchase Programme*

Fuente: Banco Central Europeo.

Bloomberg, “se espera que los diez mayores países europeos vendan en torno a 1,3 billones de euros” en 2023, de los cuales “en torno a 340.000 millones de euros” corresponderán a nueva oferta neta de deuda (Ashworth, 2023). Es importante señalar que el Estado alemán será el mayor emisor de nueva deuda. Esta nueva demanda de crédito alemana podría presionar adicionalmente a la baja los precios de los bonos en un momento de demanda relativamente baja de los inversores, elevando el coste del endeudamiento en el conjunto de la zona del euro.

Esta combinación de factores crea dos riesgos diferentes para el BCE, ambos de tipo político. El primero de ellos es que el gobierno italiano eche la culpa del posible elevado coste del endeudamiento público a las subidas de los tipos de interés del BCE. Esta crítica funciona internamente porque permite al nuevo gobierno italiano desviar la culpa de la difícil situación fiscal sin sembrar dudas entre los inversores respecto a su compromiso con la coordinación de la política macroeconómica europea. El segundo riesgo es que los euroescépticos alemanes protesten porque el BCE no solo no corrige la inflación, sino que además suscribe la financiación pública italiana, basando su queja en la falta de proporcionalidad de las carteras del *PEPP*, aunque esto tienda

a favorecer también a Alemania, dado el gran volumen de deuda pública alemana en circulación. Lo que hay que resaltar es que cuanto más consiga el Consejo de Gobierno retirar el *PSPP*, más nítidamente saldrá a la luz la falta de proporcionalidad de su cartera de *PEPP* (véase el gráfico 1).

*Cuando el BCE identifique oportunidades para ralentizar el ritmo de la subida de los tipos de interés o incluso hacer una pausa en su endurecimiento monetario, girará necesariamente su atención hacia los problemas que surjan en torno a la retirada de las TLTRO y la reducción del balance global del Eurosistema.*

No es difícil encontrar ya esta crítica al BCE en la prensa tanto italiana como alemana. En cierto modo, esto no debería ser motivo de gran preocupación. La independencia política del BCE no está en riesgo, y en la medida en que las críticas se produzcan al hilo de los acontecimientos, decaerán también del mismo modo. Lo que preocupa es la posibilidad de que un choque exógeno sobre los mercados de deuda soberana europea pueda

obligar al Consejo de Gobierno a activar el instrumento para la protección de la transmisión o, como último recurso, el programa de operaciones monetarias de compraventa (*OMT*, por sus siglas en inglés) creado por Mario Draghi en 2012. Esta clase de apoyo puede no estar disponible para Italia en tanto el gobierno de Meloni se niegue a concluir la ratificación del nuevo tratado del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) o, *in extremis*, a suscribir un programa de apoyo del MEDE<sup>8</sup>. Hasta el momento, Meloni ha dado largas a la ratificación del nuevo tratado del MEDE y ha descartado solicitar su apoyo. Esto aboca al Consejo de Gobierno a recurrir a la reinversión del principal que vaya venciendo en las carteras del *PEPP* dentro del Eurosistema para estabilizar los mercados italianos de deuda soberana. La única alternativa sería crear un nuevo instrumento. Siempre existe esta posibilidad, y los bancos centrales han mostrado en las últimas dos décadas que siempre es posible inventar nuevos instrumentos o nuevos usos de instrumentos ya existentes (véase Chadha, 2022). No obstante, esto plantearía nuevos riesgos y oportunidades.

## El debate que viene

Los riesgos asociados al endurecimiento cuantitativo del BCE corren en paralelo a las oportunidades que el cambio de política monetaria brinda para normalizar las condiciones en el conjunto de la eurozona. Identificar estos riesgos no es lo mismo que criticar la nueva política. Más bien, sugiere los nuevos temas de conversación. Cuando los miembros del Consejo de Gobierno identifiquen oportunidades para ralentizar el ritmo de la subida de los tipos de interés o incluso hacer una pausa en su endurecimiento monetario, girarán necesariamente su atención hacia los problemas que surjan en torno a la retirada de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y la reducción del balance global del Eurosistema. Estos problemas se centran principalmente en el impacto que esto tendrá sobre el coste de financiar los requisitos de liquidez del sistema bancario y las finanzas públicas

para los gobiernos de la eurozona. También se prestará atención a los instrumentos disponibles para la gestión de crisis si se produce un *shock* externo que afecte a los mercados europeos de deuda soberana. No serán conversaciones sencillas, porque la distribución de los costes y beneficios será desigual y no se percibirá como equitativa. No obstante, no hay otra alternativa que hacer frente a estos riesgos. El BCE debe acompañar el endurecimiento monetario con un endurecimiento cuantitativo para atajar con éxito la inflación en la eurozona.

## Referencias

- AGNES, A., ANTILICI, P. y MOSCONI, G. (2021). Le TLTRO e la disponibilità di garanzie in Italia,  *Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento: Approfondimenti* 12. Roma: Banca d'Italia.
- ASGARI, N. y ARNOLD, M. (2022). Traders Urge ECB to Ease Collateral Shortage in the Market. *Financial Times* (26 de octubre de 2022). <https://www.ft.com/content/0eea1ae8-acfe-401a-bff3-88e8c6382a32>.
- ASHWORTH, M. (2023). Europe's Coming Bond Avalanche Will Test ECB. *Bloomberg Government*, 6 de enero de 2023.
- AZEVEDO ROCHA, P., COHEN, P. y KEATINGE, C. (2023). Banks Flood Europe's Bond Market as Cheap ECB Loan Program Fades. *Bloomberg Government* (13 de enero de 2023).
- BARBIERO, F., BOUCINHA, M. y BURLON, L. (2021). TLTRO III and Bank Lending Conditions, *Boletín Económico del BCE*, 6, pp. 104-127.
- CHADHA, J. S. (2022). *The Money Minders: The Parables, Trade-Offs, and Lags of Central Banking*. Cambridge: Cambridge University Press.
- HUSSEY, S. (2018). *Eurozone Banks: Is There Life After TLTRO?* (21 de noviembre de 2018). <https://www.alliancebernstein.com/it/en-gb/institutions/insights/investment-insights/eurozone-banks-is-there-life-after-tltro.html>.

<sup>8</sup> Hubo un interesante intercambio entre Lagarde y los periodistas acerca de esto en la conferencia de prensa de diciembre.

- INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION. (2022). *European Repo Market Survey 2022*. Zúrich.
- JONES, E. (2022). El dilema de la política monetaria del BCE. *Cuadernos de Información Económica*, 289, julio-agosto, pp. 9-15. Disponible en: [https://www.funcas.es/articulos/el-dilema-de-la-politica-monetaria-del-bce/#:~:text=El%20Banco%20Central%20Europeo%20\(BCE,disrupci%C3%B3n%20potencial%20del%20mecanismo%20de](https://www.funcas.es/articulos/el-dilema-de-la-politica-monetaria-del-bce/#:~:text=El%20Banco%20Central%20Europeo%20(BCE,disrupci%C3%B3n%20potencial%20del%20mecanismo%20de)
- JONES, E. (2023). Italy's Hard Truths. *Journal of Democracy* 34:1, pp. 21-35.
- McELROY, C. (2022). Eurozone Banks Unfazed as ECB Mulls Closing Cheap Funding Loophole. *S&P Global Market Intelligence* (13 de julio de 2022).
- WEBER, A. (2023). ECB's Cheap-Loan Repayments Slow to €63 Billion in Latest Round. *Bloomberg Government* (13 de enero de 2023).



# Banca y mercado de capitales en la financiación empresarial

Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez\*

Tradicionalmente se ha asumido que tanto en España como en Europa la financiación empresarial presentaba un excesivo sesgo bancario, en detrimento de los mercados de capitales y contrariamente al modelo estadounidense, en el que primaba la apelación a los mercados. Con el objetivo de corregir dicho sesgo, la Comisión Europea puso en marcha en 2015 su proyecto de *Capital Markets Union (CMU)*, tras el que un elevado número de empresas españolas y europeas se estrenaron como emisores. El tensionamiento de dichos mercados desde el inicio de la escalada inflacionista se ha traducido no solo en un intenso repunte de tipos en el mercado secundario, sino en una fuerte contracción de la actividad en el primario, lo que ha imposibilitado las emisiones de muchas de esas empresas, que se han visto obligadas a volver al canal bancario. Esto ha supuesto un repunte en el volumen de concesión a grandes empresas, aprovechando unos tipos bancarios que, aunque se han incrementado en los últimos meses, lo han hecho con menor intensidad que el coste de la financiación en el mercado. En este artículo se analiza la financiación empresarial a través de bancos y mercados, para resaltar el papel complementario (que no sustitutivo) entre una y otra, con la banca actuando como *back up* en momentos en los que los mercados de bonos sufren interrupciones en su capacidad de financiar el tejido productivo. Ese papel de la banca es tanto más destacable si se tiene en cuenta que también ella ha sufrido la crisis de los mercados de bonos en su propia capacidad de emisión.

## Sistemas financieros orientados a bancos o a mercados: consideraciones teóricas

El sistema bancario y los mercados de capitales conforman dos componentes fundamentales del

sistema financiero, con evidentes complementariedades entre unos y otros. En el primer caso, la función de intermediación financiera realizada por los bancos permite agrupar ahorros (depósitos) de pequeño importe, y a plazos reducidos, en préstamos de importe más elevado y a plazos más dilatados. Mediante dicha intermediación los bancos

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

llevan a cabo, por cuenta de los depositantes, una permanente función de “monitorización” de los prestatarios por los prestamistas. Como resultado de esa función, los bancos están mejor posicionados que los mercados de capitales para solucionar los problemas de agencia entre deudores y acreedores, y desarrollar relaciones de confianza en las que descansa dicha financiación bancaria.

Frente a esas ventajas, la financiación bancaria es menos apropiada cuando las empresas demandantes no cuentan con activos en garantía, ni una historia crediticia detrás, ni una corriente estable y predecible de flujos financieros. Ese es el caso de empresas de nueva creación y/o con elevado componente innovador y potencial de crecimiento, y en ellas es evidente que una financiación basada en los diversos instrumentos de los mercados de capitales es mucho más efectiva que la de origen bancario.

En la literatura sobre sistemas bancarios comparados es ya clásica la distinción entre sistemas financieros en los que domina el canal bancario (*banking oriented*) como mecanismo de financiación de la economía, frente a sistemas en los que por el contrario domina la canalización directa de fondos a través de los mercados de valores (*market oriented*).

Por otra parte, hay que tener en cuenta que bancos y mercados proveen diferentes servicios financieros, y una mezcla de ambos es necesaria para el crecimiento económico: las proporciones de uno y otro pueden variar en función del grado de desarrollo económico, pero también de aspectos como el marco legal. La respuesta a la cuestión de cuál de los dos modelos es más apropiado debe dejarse, en todo caso, a la evidencia que pueda obtenerse de estudios comparativos internacionales. Entre estos, probablemente el de mayor alcance es el llevado a cabo por Demirguc-Kunt, Feyen y Levine (2012), analizando más de cien países durante más de tres décadas, y controlando efectos espurios. En dicho estudio se concluye que conforme las economías avanzan en su grado de desarrollo, se incrementa el uso de los servicios que proveen los mercados de valores, en detrimento de los aportados por el sistema bancario.

Con todo, la influencia de la estructura financiera sobre el crecimiento económico es muy diferente en periodos de crisis que en situaciones de normalidad. Como destacan Allen, Gu y Kowalewski (2017), los sistemas basados en los mercados tienden a definir ventajas para las empresas con mayor dependencia financiera en los buenos momentos, pero inconvenientes en los malos. Es el caso del rápido crecimiento de las operaciones propias de la denominada “banca en la sombra” (*shadow banking*), favorecedora del crecimiento económico, pero generadora de riesgos evidentes sobre el sistema financiero y la economía real. Eso es lo que se pone de manifiesto al analizar el caso europeo en la última década y media, con varias crisis de por medio, que han afectado a la mezcla entre financiación bancaria y en mercados.

## Impulso en Europa a la financiación en mercados: la Unión de Mercados de Capitales (CMU)

Tradicionalmente se asimila a los países anglosajones (Estados Unidos y Reino Unido, fundamentalmente) con una mayor orientación a los mercados, mientras que en Europa continental domina el peso de los bancos en los sistemas financieros. Es precisamente para corregir ese sesgo, y acercar al sistema financiero europeo a patrones más parecidos a los anglosajones, que la Comisión Europea lanzaba en 2015 su iniciativa de Unión de Mercados de Capitales (CMU, *Capital Markets Union*, en

---

*El peso de la financiación obtenida por las empresas europeas mediante la apelación a los mercados de capitales se ha incrementado notablemente desde la crisis financiera, pasando de un 10 % sobre recursos ajenos a casi un 20 % en apenas década y media.*

---

inglés), con la que se trataba sobre todo de incentivar la diversificación de fuentes de financiación para las pymes, reduciendo su excesiva dependencia de la financiación bancaria, así como promover el

desarrollo de fuentes de financiación para infraestructuras a largo plazo, especialmente relevantes en el marco del Plan Juncker, lanzado casi en paralelo con la CMU.

Sea por el impulso de la CMU a la utilización de mercados financieros, o por una cierta contención de la financiación bancaria en un contexto de saneamiento y reforzamiento de la solvencia tras la gran crisis financiera, lo cierto es que el peso de la financiación obtenida por las empresas no financieras mediante la apelación a los mercados de capitales se ha incrementado notablemente desde dicha crisis. El gráfico 1, adaptado del Banco Central Europeo (BCE, 2022), pone de manifiesto que el peso de la financiación en mercados se ha duplicado en década y media, pasando del 10 % a casi un 20 %.

El propio BCE, en su interpretación de dicha tendencia, argumenta que las empresas estarían utilizando la apelación a mercados como una “rueda de repuesto” (*spare tyre*) frente a la menor oferta de crédito bancario que siguió a la crisis financiera, y que se prolongó mientras duró el saneamiento de los balances bancarios y el reforzamiento de su solvencia. Paradójicamente, como más adelante explicaremos, con la reciente crisis en el mercado

de bonos, los roles han cambiado, y en esta ocasión sería la banca la que realmente está actuando como *spare tyre*.

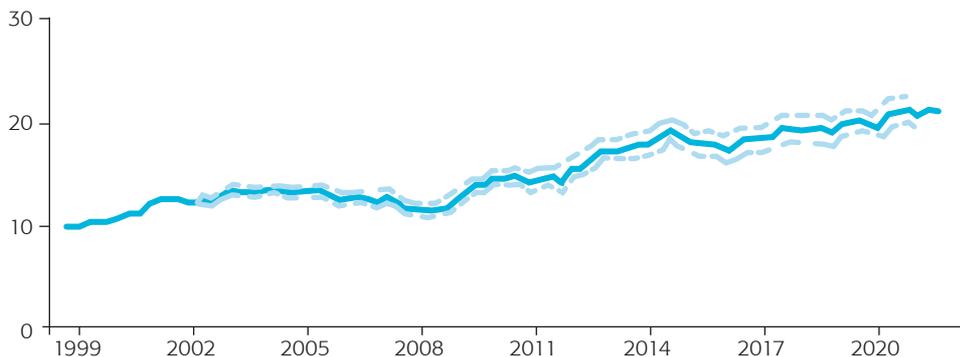
Más allá de ese incremento en el peso agregado de la financiación en mercados, lo destacable es el aumento en el censo de empresas que apelan a dichos mercados, con la incorporación de empresas de menor dimensión que emiten por primera vez, como documentan Darmouni-Paputsi (BCE, 2022). Según dicho estudio, entre 2014 y 2018 más del 10 % de las emisiones llevadas a cabo cada año procedían de empresas que apelaban por primera vez a los mercados de bonos.

Esa creciente apelación a mercados por parte de las empresas europeas ha disfrutado, en paralelo, de unas condiciones de financiación que tendencialmente han ido mejorando, tanto en términos absolutos como en relación con la financiación bancaria, como ilustra el gráfico 2, extraído del BCE (2021). En el mismo se pone de manifiesto cómo el *spread* entre el coste de la financiación en mercados y los préstamos bancarios ha pasado de ser negativo (préstamos más baratos) en los primeros años tras la crisis financiera, a positivo de forma sistemática durante toda la segunda mitad de la década.

Gráfico 1

### Financiación empresarial en la eurozona

(Peso de la emisión en mercados sobre recursos ajenos, en porcentaje)

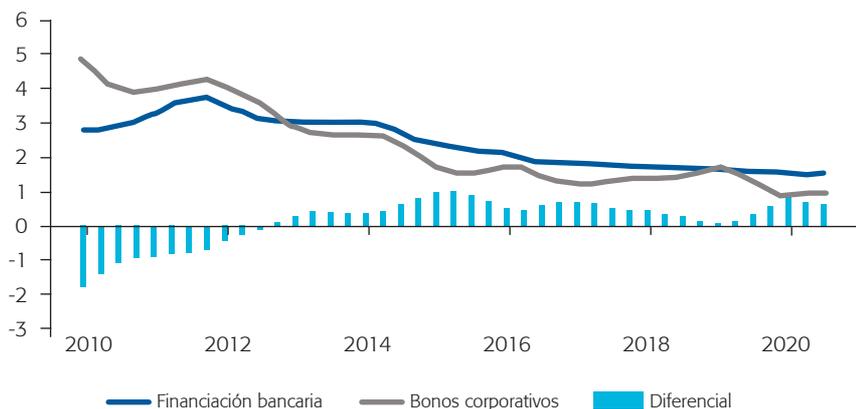


Fuente: BCE (2022).

Gráfico 2

## Tipos de interés en préstamos bancarios y en bonos corporativos en la eurozona

(Puntos porcentuales)



Fuente: BCE (2021).

## Financiación bancaria como soporte ante fallos del mercado de capitales: la experiencia más reciente en Europa y España

Esa tendencia estructural a una mayor apelación a mercados, en detrimento de la financiación bancaria, no está exenta de riesgos, especialmente en periodos de crisis, como el propio BCE reconoce, de tal manera que en esos momentos se hace más patente que nunca el papel de la banca como soporte (*back up*) cuando se seca el mercado.

De entrada, cabe reconocer que la apelación a los mercados financieros no necesariamente implica una menor exposición de la banca a la financiación empresarial, sino simplemente un cambio en el vehículo mediante el cual esa exposición se materializa. De hecho, es muy habitual que las emisiones de bonos por parte de empresas “novatas”, se haga con el acompañamiento bancario como colocador, que también mantiene en su propia cartera un porcentaje importante de la emisión.

Un estudio del BCE (2022) pone de manifiesto cómo en empresas que salen al mercado por primera vez, y en empresas sin *rating*, la banca se erige como el principal tenedor de los bonos, con más del 20 %. Esa presencia de la banca como inversor en

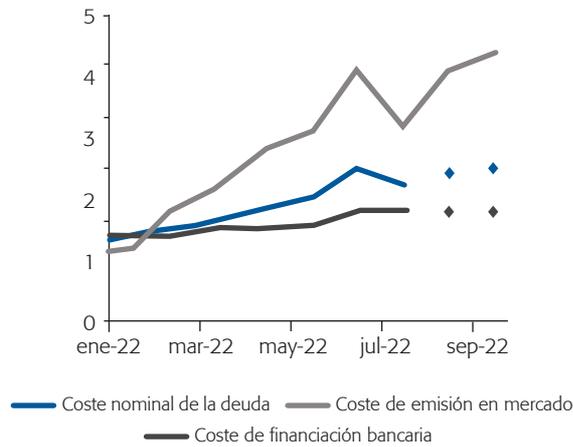
los bonos emitidos por compañías de menor dimensión e historial constituye también un factor de estabilidad, en tanto en cuanto la banca es un inversor más paciente y con un horizonte de mantenimiento de sus inversiones más dilatado.

*En una situación de fuertes repuntes de los tipos en los mercados de bonos y severa contracción de la actividad emisora en los mismos, la banca ha retomado su protagonismo como financiador empresarial, especialmente en aquellos segmentos (grandes empresas) cuya presencia habitual en los mercados les hacía pensar que ya no era necesaria.*

Ese mismo estudio del BCE revela cómo, en momentos de crisis y gran volatilidad en los mercados de bonos (para lo cual analiza los meses de mayores caídas durante la pandemia), se producen caídas más intensas en los bonos de empresas más establecidas y con mayor liquidez, que en las empresas de menor dimensión y liquidez. Ese efecto, denominado *reverse flight to quality*, consiste en que los inversores más activos (fondos de inversión, gestores de activos) se apresuran a vender rápidamente aquellos bonos para los que existe mayor liquidez y profundidad, mientras que los

Gráfico 3

### Coste de financiación de empresas de la eurozona (Porcentaje)



Fuente: Schnabel (2022).

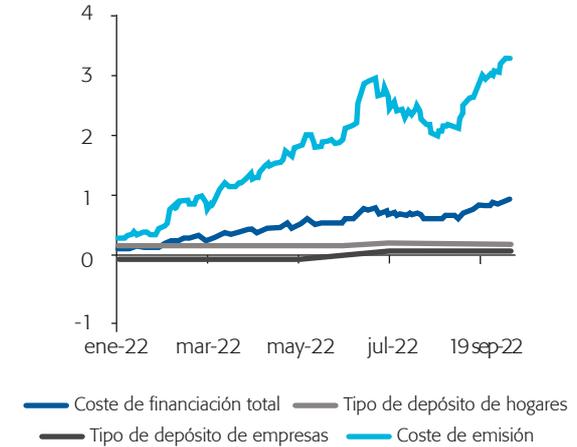
bonos de empresas de menor dimensión se verían parcialmente protegidos por la presencia de inversores más pacientes, especialmente bancos que les acompañaron en la salida a los mercados.

Ese papel de la banca como soporte del mercado de bonos, especialmente en momentos de crisis, se ha puesto de manifiesto con especial intensidad en el último año, en el contexto de la crisis en los mercados de bonos provocada por el repunte de inflación y acelerada por la escalada bélica en Ucrania. En una situación de fuertes repuntes de los tipos en los mercados de bonos y severa contracción de la actividad emisora en los mismos, la banca ha retomado su protagonismo como financiador empresarial, especialmente en aquellos segmentos (grandes empresas) cuya presencia habitual en los mercados les hacía pensar que ya no era necesaria.

Ese retorno a la financiación bancaria (*back to basics*) se ha observado con bastante generalidad en las diferentes geografías, siendo especialmente destacable el caso estadounidense, país con un mayor peso tradicional de la financiación en mercados de capitales. Tal como pone de manifiesto la Reserva Federal (2022) en su último *Financial Stability Report*, en dicho país la financiación bancaria a empresas ha crecido un 19 % en el último

Gráfico 4

### Coste de financiación de entidades bancarias (Porcentaje)



Fuente: Schnabel (2022).

año, frente a un escaso 1,5 % la emisión de bonos empresariales, revirtiendo así la tendencia observada durante las dos décadas previas.

Si nos ceñimos al caso de la eurozona, el fuerte repunte de tipos de interés experimentado en los tramos largos de las curvas de tipos en euros se ha trasladado con gran velocidad al coste de los bonos corporativos (gráfico 3), al tiempo que la financiación bancaria a empresas ha registrado un aumento mucho más limitado en su coste.

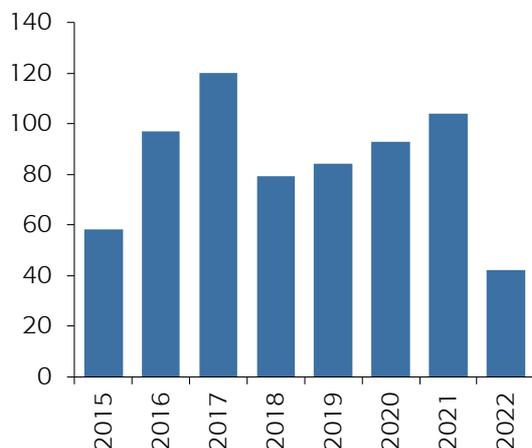
*El mercado español de bonos corporativos, que había registrado un notable incremento de su actividad desde mediados de la pasada década, ha sufrido un verdadero hundimiento en 2022, acompañado de un muy fuerte incremento de los tipos de interés negociados en dicho mercado, reforzándose en cambio el papel de la banca como mecanismo de soporte de la financiación empresarial.*

Ese mantenimiento del coste de los préstamos bancarios en niveles reducidos, y desde luego muy inferiores al de los bonos en mercado, es tanto más destacable en tanto que los bancos también

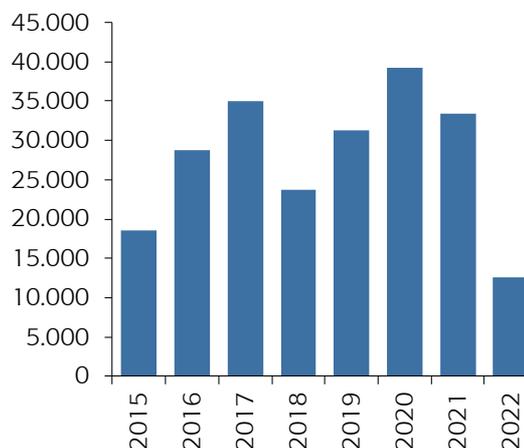
Gráfico 5

## Bonos corporativos en España

a) Numero de emisores



b) Volumen de emisión, en millones de euros



Fuente: Afi a partir de datos de Bloomberg.

han sufrido una muy importante elevación en el coste de sus propias emisiones, prácticamente en la misma magnitud en que lo han hecho los bonos corporativos, como puede comprobarse en el gráfico 4. Frente a ello, la menor volatilidad en el coste de financiación asociado a los depósitos bancarios ha permitido que los tipos de concesión a empresas hayan reaccionado de manera más controlada al contexto de tensionamiento de tipos de interés, posicionándose el sector bancario como una opción de financiación atractiva para el tejido empresarial.

Finalmente, cuando analizamos el caso español, la dinámica seguida por el mercado de bonos corporativos y la financiación bancaria durante 2022 permite extraer unas conclusiones similares, en cuanto a la vulnerabilidad de la financiación en mercados y la presencia de la banca como mecanismo de soporte que permite aliviar los efectos de dicha vulnerabilidad.

Los gráficos 5a y 5b ilustran cómo el mercado español de bonos corporativos, que había registrado un notable incremento de su actividad desde mediados de la pasada década, tanto en términos

de número de emisores como de volumen emitido, ha sufrido un verdadero hundimiento en 2022, acompañado de un muy fuerte incremento de los tipos de interés negociados en dicho mercado, hasta niveles medios superiores al 4 %.

Frente a ese desplome de la financiación corporativa en mercados de capitales, tanto en actividad como en condiciones de financiación, cabe destacar que la financiación bancaria a empresas ha registrado variación neta positiva, siendo dicha variación más intensa en el caso de grandes empresas, sin duda las más afectadas por el anteriormente mencionado *reverse flight to quality* provocado por una crisis tan aguda como la que han vivido los mercados de bonos en 2022.

## Conclusiones

Dado el tradicional sesgo que la financiación empresarial ha mostrado en España y Europa hacia la financiación bancaria, frente al modelo anglosajón más orientado a mercados, ha existido una firme voluntad de incrementar el peso de la financiación

en mercados, cuyo principal exponente ha sido el desarrollo de la Unión de Mercados de Capitales. El hecho es que se ha incrementado de forma notable (desde el 10 % al 20 %) el peso que dicha financiación tiene sobre el agregado de empresas europeas, y algo menos en las españolas.

Sin menoscabo de dicha tendencia, la reciente crisis de los mercados de bonos provocada por el repunte inflacionista y agravada por la crisis energética y la guerra en Ucrania, ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de dicha financiación, repuntando intensamente el coste de dicha financiación y generando una “sequía” de los mercados en cuanto a emisiones. Es precisamente en esos momentos de crisis en los mercados de capitales cuando se pone de manifiesto el papel complementario y de soporte (*spare tyre* en terminología inglesa) que cumple la financiación bancaria, como ilustra la evidencia aquí presentada, tanto para España como para Europa, o incluso Estados Unidos, el país con mayor presencia de la financiación en mercados.

## Referencias

- ALLEN, F., GU, XIAN, KOWALEWSKI, O. (2017). Financial Structure, Economic Growth and Development. *IÉSEG Working Paper Series*, 2017-ACF-04.
- BCE (2021). Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities. *Occasional Paper Series*, December 2021.
- BCE (2022). Financial Integration and Structure in the Euro Area. April 2022.
- DEMIRGUC-KUN, A., FEYEN, G., LEVINE, R. (2012). The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. *World Bank Economic Review*.
- DARMOUNI, E., PAPUTSI, M. (2022). Europe’s growing league of small corporate bond issuers: new players, different game dynamics. *Research Bulletin* nº 96, June 2022. European Central Bank.
- RESERVA FEDERAL (2022). *Financial Stability Report*, november
- SCHNABEL, I. (2022). Inflation in the euro area: causes and outlook. September. Luxembourg: European Central Bank.



# Relevancia y características del negocio de banca-seguro en España

Daniel Manzano\*

**De las 199 aseguradoras operativas en España, 33 están vinculadas a los principales grupos bancarios. Tanto su peso dentro del negocio asegurador de nuestro país, singularmente en el ramo de vida, como su contribución a las cuentas de resultados de sus matrices bancarias por sus negocios en España son muy notables. Ésta ha sido determinante para el sostenimiento de sus cuentas en periodos en los que la banca ha tenido que realizar fuertes provisiones para la cobertura del deterioro crediticio de sus carteras. Tales son los casos de la crisis bancaria de la pasada década o, más recientemente, de la crisis pandémica. Aun en circunstancias más normales, la aportación relativa del negocio de banca-seguro a las cuentas del sector bancario es muy relevante, al tiempo que proporciona estabilidad y robustez a las entidades que lo tienen más desarrollado. Este artículo realiza una radiografía actualizada del negocio de seguros vinculado a la banca española y estima la contribución a sus resultados con los últimos datos disponibles.**

De las 199 compañías aseguradoras operativas en España a cierre de 2021, 33 están vinculadas a entidades o grupos bancarios que cubren la práctica totalidad del mercado. La vinculación de estas aseguradoras, cuyas principales magnitudes y ratios se recogen en el cuadro 1, puede ser de distinta índole: filial del grupo bancario al 100 % o mayoritaria, participación sustancial asociada a acuerdos de banca-seguro con compañías de referencia o, por último, participaciones minoritarias significativas en compañías aseguradoras.

Consistente con la circunstancia de que el canal bancario es la principal vía de distribución de los

seguros de vida en España (tanto de vida-ahorro como de vida-riesgo), diecinueve de ellas, la mayoría, operan en el ramo de vida, mientras que las catorce restantes lo hacen en el ramo de no vida. No es menos cierto, sin embargo, que la participación de las entidades bancarias en esta última línea de negocio está experimentando un creciente interés.

Esas 33 entidades con vinculación bancaria concentran en torno al 50 % del negocio asegurador en España, si lo medimos por el tamaño del balance, las provisiones técnicas que gestionan o los resultados que generan, tal y como puede observarse en el cuadro 1. Bien es cierto que, como viene siendo habitual

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

## Cuadro 1

**Magnitudes relevantes del negocio asegurador de la banca en España, 2021**

(Millones de euros)

	Compañías vinculadas (número)	Balance	Provisiones técnicas	Primas devengadas	Patrimonio neto	Resultado (Bº neto)	ROE (%)	Resultado técnico vida	Resultado técnico no vida
Total	33	174.523	130.101	22.674	15.598	2.215	14,2	1.871	881
De las que :									
Vida	19	159.151	120.817	14.663	11.564	1.563	13,5	1.864	63
No vida	14	15.372	9.284	8.011	4.034	653	16,2	7	818
Total Sector	217	351.925	247.962	68.616	49.806	4.907	9,9	2.428	3.351
Porcentaje vinculadas a bancos	15	49,6	52,5	33,0	31,3	45,1		77,0	26,3

Fuentes: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, entidades y Afi.

históricamente, ese peso sustancial en el “control del sector asegurador” en España está claramente concentrado en el ramo de vida (con un alto componente financiero). En 2021 acapararon el 77 % de los resultados agregados de dicha línea de negocio

*Las 33 entidades con vinculación bancaria concentran en torno al 50 % del negocio asegurador en España. Ese peso sustancial está claramente concentrado en el ramo de vida. En 2021 acapararon el 77 % de los resultados agregados de dicha línea de negocio. En el caso de no vida, las compañías vinculadas a grupos bancarios generaron poco más del 26 %.*

en España. Sin embargo, en el caso de no vida, las compañías vinculadas a grupos bancarios generaron “solo” poco más del 26 % de esta otra línea.

La segunda característica relevante de las aseguradoras vinculadas a grupos bancarios, recogida también en anteriores informes, es su mayor capacidad de generación de resultados. Por el contrario,

su disposición de recursos propios (su capitalización) es relativamente más reducida que la del resto del sector. En efecto, habiendo generado en 2021 estas compañías el 45 % de los resultados del sector seguros, su patrimonio neto representa el 31 % del agregado de compañías que operan en España. Este hecho tiene una doble explicación: un menor grado de capitalización relativo de las compañías vinculadas a grupos bancarios, como consecuencia de su preferencia a situar el “exceso” de capital en la matriz (bancaria) y, simultáneamente, una mayor eficiencia relativa del negocio (frente al conjunto de las no vinculadas a grupos bancarios) que impacta positivamente en sus resultados.

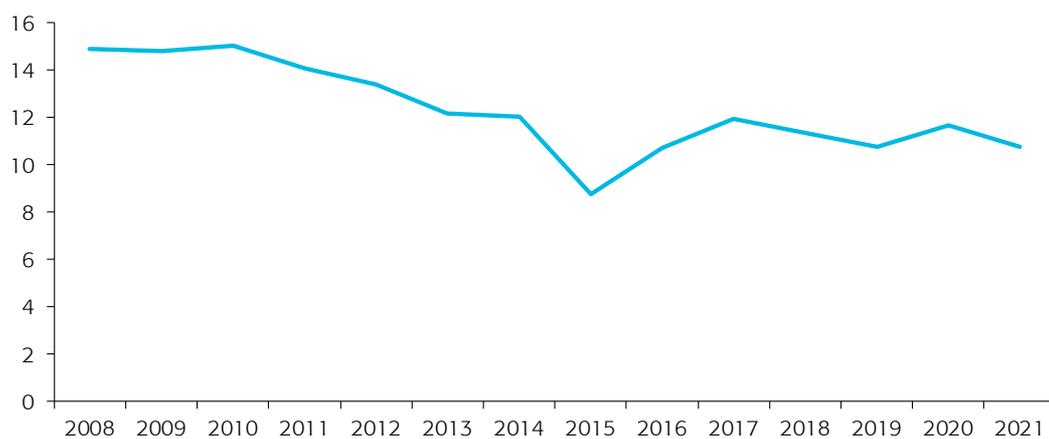
La combinación, en términos relativos, de mayores resultados y menor disposición de recursos propios contables se traduce en una tercera característica: una rentabilidad sustancialmente más elevada que las del resto de entidades aseguradoras. En concreto, el ROE medio de las 33 aseguradoras vinculadas a grupos bancarios superó en 2021 el 14,2 %, en tanto que la rentabilidad promedio del resto de entidades no llegó a alcanzar el 8 %<sup>1</sup>. Como resultado, el sector asegurador español habría

<sup>1</sup> Entre el resto de las entidades del sector se encuentran numerosas mutuas y mutualidades. Aunque su peso relativo total es pequeño, definen habitualmente rentabilidades muy bajas, dado que esta no es su variable objetivo.

Gráfico 1

**Evolución del ROE de la actividad aseguradora en España**

(En porcentaje)



Fuente: Afi

definido un ROE promedio en dicho ejercicio de prácticamente el 10 %<sup>2</sup> (11,2 % el año anterior).

Aunque el conjunto del sector mantiene históricamente una rentabilidad destacada por encima de los dos dígitos, como puede advertirse en el gráfico 1, aquella se ha resentido. En 2021 hubo una reversión a la normalidad del negocio asegurador en España desde los excepcionalmente altos niveles de rentabilidad alcanzados durante la pandemia (véase Manzano y Milner, 2022), motivados en buena medida por la reducción de la movilidad y de la siniestralidad que acaeció durante el periodo de confinamiento.

Frente a ello, los resultados y la rentabilidad del negocio bancario en España se acrecentaron sustancialmente en 2021, a consecuencia de los fuertes provisionamientos que se habían realizado en el 2020 (año de pandemia) y la vigorosa recuperación de la actividad posterior.

En cuanto a la estructura de la propiedad de las aseguradoras vinculadas a grupos bancarios, seguimos encontrando experiencias mixtas tanto en el negocio de vida como en el de no vida. En el ramo

de vida, la mitad de los grupos bancarios apuestan por la explotación autónoma del negocio asegurador. Sin embargo, en el ramo de no vida, pocos grupos bancarios explotan autónomamente dicho negocio, ya que mayoritariamente lo hacen compartiéndolo con socios especializados.

*El hecho de que el canal dominante de la distribución del seguro de vida (tanto en su modalidad de ahorro como de riesgo) sea el bancario, determina la supremacía de la banca en este segmento del negocio asegurador.*

El hecho de que el canal dominante de la distribución del seguro de vida (tanto en su modalidad de ahorro como de riesgo) sea el bancario, determina la supremacía de la banca en este segmento del negocio asegurador (algo más del 75 % si se considera el resultado técnico de las compañías vinculadas a bancos en el negocio de vida). Factores de ese desarrollo son la capilaridad de la red bancaria española, la cercanía del ahorro previsional al

<sup>2</sup> Medido como la ratio de los resultados sobre su patrimonio neto a finales del año de las cuentas individuales.

negocio financiero y la relevancia que para la venta de los productos vida-riesgo (que por otra parte se han expandido en el contexto de la pandemia) tiene la comercialización de hipotecas.

---

*La contribución directa del negocio de seguros ascendió al 15 % de las cuentas de resultados de las entidades bancarias en 2021. Si a ello se añade el margen que genera la propia actividad de distribución de las pólizas a través de la red bancaria, es razonable atribuir globalmente al negocio asegurador en torno a un 25 %-30 % de los resultados de la banca en España.*

---

La importancia relativa del negocio en cada una de las entidades bancarias es desigual. Existe un líder muy destacado, que cuadruplica el negocio de sus más inmediatos seguidores, y que además acapara casi el 40 % del negocio de vida en España. En conjunto, los siete primeros grupos bancarios concentran más del 90 % del volumen de negocio de vida en España vinculado a la banca, el cual generó en 2021 1.563 millones de euros de beneficios<sup>3</sup>. Una parte sustancial de esta cifra, globalmente casi el 90 % (en cada caso específico según su grado de participación en sus participadas aseguradoras) engrosó la generación de resultados de las entidades bancarias el pasado año.

Por otra parte, aun siendo muy inferior a la de vida, la participación del 20-30 % de la banca en el ramo de no vida no es despreciable, y además es singular y relevante en algunas de las entidades. Las compañías de no vida vinculadas a los grupos bancarios generaron una cifra algo superior a los 650

millones de euros de beneficios en 2021, de los que cerca del 50 % contribuyeron directamente a las cuentas de resultados de los grupos bancarios accionistas<sup>4</sup>.

Todo ello se traduce en una contribución significativa directa del negocio de banca-seguro al margen generado por la banca. De hecho, la participación en el negocio de seguros doméstico aportó 1.690 millones de euros a los resultados de 2021 del conjunto de entidades bancarias españolas<sup>5</sup>. Esta cifra es significativamente inferior a la del año anterior, pero se explica en buena medida por algunas operaciones singulares que tuvieron lugar en 2020.

Se pone de manifiesto, en definitiva:

1. La relevancia que el negocio de seguros tiene para las entidades bancarias en España, de tal modo que solo por su contribución directa (beneficio atribuido a su participación en filiales aseguradoras) dicho negocio contribuyó en media en torno al 15 % a las cuentas de resultados de las entidades bancarias en 2021.
2. A esta contribución directa, como accionistas de sus filiales aseguradoras, debe añadirse el margen que genera la propia actividad de distribución de las pólizas a través de la red bancaria<sup>6</sup>. Aunque con la información pública disponible no es posible determinarlo con precisión, si se considera adicionalmente esta contribución indirecta, es razonable atribuir globalmente al negocio asegurador (contribución directa e indirecta) en torno a un 25 %-30 % de los resultados de la banca en España.

<sup>3</sup> Estos 1.563 millones de euros son el beneficio total de las 19 filiales bancarias que operan en el ramo de vida. De dicho importe el grueso, casi 1.377 millones, engrosan los resultados bancarios merced a la mayoritaria participación de la banca en estas aseguradoras de vida.

<sup>4</sup> Esos poco más de 650 millones son el beneficio agregado de las 14 filiales bancarias que operan en el ramo de no vida. Teniendo en cuenta sus participaciones en dichas filiales la banca incorpora a sus resultados 313 millones de euros.

<sup>5</sup> 1.377 millones de euros provenientes de sus participaciones en filiales que operan en el negocio de vida y 313 millones de participaciones en el negocio de no vida.

<sup>6</sup> Las aseguradoras participadas por la banca reflejan en sus cuentas de 2021 unos gastos de adquisición superiores a 2.500 millones de euros, de los que una parte sustancial son comisiones abonadas por la comercialización de las pólizas a través de las redes bancarias

3. Esta aportación se ha reducido sustancialmente frente a la de 2020 y converge más hacia la de años anteriores. En aquel año (el de la pandemia), la combinación de (1) una mejora del margen generado por el negocio asegurador con (2) un desplome sustancial del margen global generado por las entidades bancarias, como consecuencia de las importantes dotaciones que realizaron para anticipar el deterioro de sus carteras crediticias en el contexto de la pandemia, propició que se disparase la aportación relativa del negocio asegurador a dicho margen global. Dicha aportación ascendió entonces de manera directa a nada menos que el 56 % del margen global de la banca, y a las dos terceras partes si tuviésemos en cuenta también la contribución indirecta.

## Referencias

- BLASCO, I., MANZANO, D. y MILNER, A. (2021). Pandemia y comportamiento del seguro en España. *Cuadernos de Información Económica*, 286 (enero-febrero), pp. 35-43. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/pandemia-y-comportamiento-del-seguro-en-espana/>
- MANZANO, D. (2017). Los seguros y los bancos españoles en contraste. *Cuadernos de Información Económica*, 259, (julio-agosto), pp. 67-72. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/los-seguros-y-los-bancos-espanoles-en-contraste/>
- MANZANO, D. y MILNER, A. (2022). El seguro español ante el cambio de entorno económico y financiero. *Cuadernos de Información Económica*, 289, (julio-agosto), pp. 31-37. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/el-seguro-espanol-ante-el-cambio-de-entorno-economico-y-financiero/>



# La digitalización de las empresas españolas: resumen de resultados comparados con las empresas de la UE

Pilar Rivera-Torres\* y Vicente Salas-Fumás\*\*

**La digitalización empresarial es un fenómeno multidimensional que responde a patrones heterogéneos. Con datos de la ESC2019 se concluye que las diferencias entre las empresas europeas se explican por factores de país (diferencias en productividad), de sector-mercado (tecnología y demanda), y de empresa (tamaño, ventaja competitiva, capital organizacional). En conjunto, las empresas en España muestran niveles de digitalización comparativamente altos, que contrastan con los niveles de productividad comparativamente más bajos de la economía española. Para explicar este resultado hay que tener en cuenta la alta proporción de empresas en España que utilizan la tecnología digital en el control del trabajo de las personas –en comparación con la utilización entre las empresas de los países más productivos–, y la comparativamente baja dotación de capital organizacional, complementario del capital digital, de las empresas en España.**

El crecimiento de la productividad en las economías desarrolladas no responde a las expectativas generadas por los importantes desarrollos tecnológicos en los campos de la información y las comunicaciones (Andrews, Nicoletti y Timiliotis, 2018; Brynjolfsson, Rock y Syverson, 2018). Una de las explicaciones a la que se ha denominado “la paradoja de la productividad” (la productividad se ha mostrado relativamente insensible a la innovación que representa invertir en ordenadores y en medios digitales afines), pone el foco en las diferencias en adopción, uso y aprovechamiento de las tecnologías de la información entre unas empresas y otras.

Explicar las causas de las diferencias en digitalización empresarial ayudará a identificar barreras a la adopción de innovaciones que fueran susceptibles de levantamiento a través de políticas públicas (el programa *Next Generation EU*, NGEU, de la Unión Europea, incluye la digitalización de la economía, junto a la sostenibilidad medioambiental y a la inclusión social, como objetivos estratégicos de la Unión Europea para los próximos diez años).

Este texto resume los principales resultados de un estudio más amplio (Rivera-Torres y Salas-Fumás, 2022b) sobre la digitalización de las

\* Universidad de Zaragoza.

\*\* Universidad de Zaragoza y Funcas.

empresas en los países de la Unión Europea (UE) y en el Reino Unido (RU) a partir de datos extraídos del *European Company Survey 2019, ECS2019* (European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, European Centre for the Development of Vocational Training, 2020). La investigación asimila la decisión empresarial de digitalizarse o no, a una decisión de inversión con sus costes y beneficios. La hipótesis general es que si una empresa adopta o usa una determinada tecnología digital es porque el valor actual neto de la inversión es positivo, y si no lo adopta o no lo usa es porque el valor actual neto es negativo. La investigación selecciona variables observables de la *ECS2019* que pueden estar correlacionadas con beneficios y costes de la digitalización empresarial; a continuación, cada variable de digitalización se explica a través de un modelo multivariante con las variables *proxy* de beneficios/costes como explicativas.

## Descripción del estudio

La muestra incluye cerca de 22.000 empresas establecimientos con diez o más trabajadores con sede en los diferentes países de la UE y en el RU. El momento en que se recoge la información, año 2019, es anterior al Brexit y a la COVID-19. Las características de la información disponible, referida a un momento del tiempo, no permiten interpretar los resultados del análisis como relaciones de causa-efecto. El estudio se limita a comparar valores medios de las variables de digitalización en submuestras de empresas que comparten determinadas características (ser del mismo entorno institucional-económico, o pertenecer al mismo sector de actividad, o tener un nivel de capital organizacional similar), controlando por el resto de factores explicativos.

### Variables seleccionadas

La lista completa de variables utilizadas en el estudio, cada una con una breve descripción y forma de medirla, se muestra en el cuadro 1, agrupadas por categoría: indicadores de digitalización (variables a explicar), variables de entorno

institucional-económico, variables de sector-mercado y variables de empresa (explicativas). El bloque de digitalización incluye cinco indicadores, cuatro de ellos tomados directamente de la *ECS2019* y el quinto elaborado por los autores. Concretamente: proporción de trabajadores que utilizan regularmente ordenadores en la realización de su trabajo (*ordenadores*); si la empresa tiene instalados o no robots (*robots*); si la empresa utiliza o no analítica de datos para el control de personas (*control*); si la empresa utiliza intranet para la comunicación interna entre trabajadores y/o entre estos y los superiores jerárquicos (*coordinación*); si la empresa pertenece o no a la clase latente de alta digitalización (*alta digitalización*), de acuerdo con la tipología de clases latentes en Rivera-Torres y Salas-Fumás (2022a).

La variable *ordenadores* es indicativa de la digitalización de las personas, mientras que la variable *robots* indica digitalización de las máquinas. La variable *control* corresponde al uso de la analítica de datos en la función de controlar a los trabajadores, mientras que la variable *coordinación* se refiere al uso de la intranet de la empresa para el intercambio de información que facilita la coordinación entre personas y puestos de trabajo. Finalmente, la variable *alta digitalización* separa las empresas de la muestra en dos grupos, el de las empresas más avanzadas en digitalización al puntuar alto en todos los indicadores, y el resto de las empresas.

El *entorno institucional-económico* es una variable que agrupa a las empresas en función del *país* (los 27+1 países [UE+RU]) o del *bloque* de países (Centro Europa, Sur de Europa, Este de Europa, Escandinavia y Anglosajones [cuadro 1]) al que pertenecen, y, en un tercer caso, asigna a cada empresa el nivel de *productividad laboral* media del país donde está localizada. Las variables de *sector* permiten comparar propensiones digitalizadoras de las empresas en función de su actividad y tecnología (por ejemplo, diferencia entre industria y servicios). La variable de *mercado*, distingue entre *competencia* (percepción de la empresa que responde al cuestionario sobre la intensidad de la competencia en su mercado) y *demanda* (percepción de la empresa sobre la volatilidad de la demanda), como

## Cuadro 1

## Descripción de las variables utilizadas en el estudio

## Indicadores de digitalización

**Ordenadores:** Proporción de trabajadores que utilizan regularmente ordenadores en la realización de su trabajo. Variable con siete intervalos de proporciones, desde el 0 % (*ninguno*) hasta el 100 % (*todos*), definida como cuantitativa al considerar las marcas de clase de cada intervalo (0, 10, 30, 50, 70, 90 y 100).

**Robots:** Si la empresa utiliza robots. Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Sí" y 0 en el resto de casos.

**Control:** Si la empresa utiliza herramientas digitales para el análisis de datos, recogidos dentro del establecimiento o procedentes del exterior, para monitorizar el desempeño de los trabajadores. Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Sí" y 0 en el resto de casos.

**Coordinación:** Si la empresa promueve la discusión con los trabajadores a través de la red o en discusiones *online*, para implicar a los trabajadores en la organización de su trabajo. Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Sí" y 0 en el resto de casos.

**Alta-Digitalización:** Si la empresa pertenece a la Clase de Alta de Digitalización. Variable dicotómica, con valor 1 cuando es "Sí" y 0 en el resto de casos\*.

## Entorno institucional-económico

**País:** *Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Chipre, Grecia, Italia, Malta, Portugal, España, Bulgaria, Croacia, Chequia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania, Eslovaquia, Eslovenia, Dinamarca, Finlandia, Suecia, Irlanda y Reino Unido.* Variable cualitativa con 28 categorías de respuesta.

**Bloque Geográfico:** *Centro Europa (Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Luxemburgo y Países Bajos), Europa del Sur (Chipre, Grecia, Italia, Malta, Portugal y España), Europa del Este (Bulgaria, Croacia, Chequia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania, Eslovaquia y Eslovenia), Escandinavia (Dinamarca, Finlandia y Suecia) y Anglosajones (Irlanda y Reino Unido).* Variable cualitativa con cinco categorías de respuesta.

**Productividad:** PIB del país en paridad de poder de compra por hora trabajada en 2019; miles de dólares. Variable continua\*\*.

## Sector-Mercado

**Sector:** *Industria, Energía, agua y residuos, Construcción, Comercio, Transporte, Hostelería, Información y comunicación, Actividades financieras e inmobiliarias, Actividades profesionales, científicas y técnicas, Actividades administrativas y de apoyo, Artes y entretenimiento, Otros servicios.* Variable cualitativa con 12 categorías de respuesta.

**Competencia:** ¿En qué medida diría que es competitivo el mercado de los productos o servicios que proporciona la empresa? Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Muy competitivo" y 0 en el resto de casos.

**Demanda:** ¿En qué medida diría que es predecible la demanda de los principales productos o servicios que proporciona la empresa? Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Poco o nada predecible" y 0 en el resto de casos.

## Empresa

**Tamaño:** *Pequeño (de 10 a 49), Mediano (de 50 a 249) y Grande (250 o más trabajadores).* Variable cualitativa con 3 categorías de respuesta.

**Edad:** *Más de 20 años, de 11 a 20 años y 10 años o menos.* Variable cualitativa con tres categorías de respuesta.

**Tipo de establecimiento:** *Empresa con un único establecimiento, Establecimiento principal de la empresa y Sede subsidiaria de la empresa.* Variable cualitativa con tres categorías de respuesta.

**Valor-Añadido:** ¿Participa la empresa en el diseño o desarrollo de nuevos productos o servicios? Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Sí" y 0 en el resto de casos.

**Exportación:** Desde que comenzó 2016, ¿la empresa vende a clientes de otros países? Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Sí" y 0 en el resto de casos.

**Crecimiento:** ¿Cómo ha evolucionado el número total de empleados desde que comenzó 2016? Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Ha aumentado" y 0 en el resto de casos.

**Costes:** ¿En qué medida es importante "ofrecer productos o servicios a precios más bajos que la competencia" para el éxito competitivo de la empresa? Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Muy o bastante importante" y 0 en el resto de casos.

**Innovación-Radical:** ¿En qué medida es importante "desarrollar habitualmente productos, servicios o procesos nuevos en el mercado" para el éxito competitivo de la empresa? Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Muy o bastante importante" y 0 en el resto de casos.

**Innovación:** Introducción o cambio significativo de nuevos productos/procesos (desde el 2016). Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Al menos una innovación" y 0 en el resto de casos.

**Delegación:** Los gerentes crean un entorno en el que los empleados tienen independencia para desempeñar sus tareas. Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Sí" y 0 en el resto de casos.

**Formación:** En 2018, ¿cuántos empleados han participado en formación en su horario laboral remunerado? Variable dicotómica, con valor 1 cuando la respuesta es "Más del 60 %" y 0 en el resto de los casos.

\* Rivera-Torres y Salas-Fumás (2022a).

\*\* Eurostat y OCDE 2019.

Fuente: Elaboración propia a partir de la ECS2019.

posibles factores determinantes de la decisión de digitalizar.

Las variables de *empresa* que potencialmente influyen en sus decisiones de digitalización se concretan en un bloque de características generales (*tamaño, edad, forma jurídica* –sede de empresa, sede de subsidiaria o establecimiento–), *exportación* (dispersión geográfica del mercado) y *crecimiento* (si la empresa ha aumentado plantilla o no en los últimos años); en un bloque con indicadores de la forma de competir (ventaja competitiva en *costes* y ventaja en *innovación*); y en un bloque sobre dotación de capital organizacional (*delegación* de capacidad de decisión y *formación* a los trabajadores).

El cuadro 2 muestra los valores medios de las variables del cuadro 1, para el total de la muestra y para distintas agrupaciones de países, con España separada del bloque de países del Sur de Europa.

En el conjunto de la UE y el RU, el 48,9 % de los trabajadores utiliza ordenadores para realizar su trabajo; el 10,8 % de las empresas han incorporado algún robot; el 31,4 % utilizan la analítica de datos para el control de los empleados; el 23,1 % utilizan la intranet para la coordinación entre trabajadores; y el 14,8 % del total de empresas pertenecen a la clase de alta digitalización. Los menores niveles de digitalización se concentran en las empresas de los países del Este y el resto de los países del Sur, aunque las comparaciones difieren según la variable de digitalización que se considere. Por ejemplo, la digitalización de personas (*ordenadores*) es inferior en España que en los países del Centro y Norte de Europa y en los países anglosajones, pero España sobresale en la proporción de empresas que digitalizan a las máquinas (*robots*). España es un país con un nivel de digitalización relativamente alto según el indicador sintético, con un 21,3 % de empresas en la clase de *alta-digitalización*, solo superada por Escandinavia (24 %). A ello contribuye el que las empresas españolas utilizan la analítica de datos para el control sobre los trabajadores con mucha más frecuencia que las empresas de los países con los que se compara.

El 70 % de los encuestados responde que la dirección de la empresa otorga autonomía a los trabajadores para realizar su trabajo, y el 30 % que el trabajo se realiza con poca autonomía por parte de los trabajadores. En más de un tercio, 34,6 %, de las empresas de la muestra la proporción de trabajadores que realiza formación en su puesto de trabajo está por encima del 60 %. La proporción de empresas españolas que “delega” es similar a la del resto de países del Sur, y mayor que la proporción entre las empresas del Este. Destaca la distancia de más de 20 puntos porcentuales entre la proporción de empresas que delegan de los países escandinavos, el 89,5 % y las que delegan en España, el 68,9 %. La proporción de empresas españolas con un 60 % o más de trabajadores recibiendo formación en tiempo de trabajo es inferior a la proporción de empresas en esa situación en los países escandinavos y anglosajones, pero mayor que las observadas en el resto de los bloques de países.

## Principales resultados

Los resultados de las estimaciones multivariantes validan en general la metodología utilizada, y no permiten rechazar la hipótesis general de que la digitalización es un fenómeno multidimensional cuyo estudio está justificado que se realice por separado para cada variable de medios y usos digitales. Concretamente, las variables de digitalización muestran bajas correlaciones entre sí, y las variables *proxy* de beneficios y costes impactan de forma diferente –cuantitativa y cualitativamente– en los beneficios y en los costes según se trate, por ejemplo, de digitalizar a las personas (*ordenadores*), o a las máquinas (*robots*), o según que los medios digitales se usen para el control de los trabajadores, o para coordinar su trabajo.

En este sentido, la productividad laboral media de los países se asocia significativa y positivamente con el uso de ordenadores y robots, negativamente con el control sobre los trabajadores, y de forma no significativa con la coordinación del trabajo. Por tanto, en los países más productivos (centro y norte de Europa en este estudio), manteniendo el resto constante, se dan condiciones comunes a todas las

Cuadro 2

## Valores medios de las variables: comparación por bloques de países

	Total	Centro Europa	Escandinavia	Europa Sur	Europa Este	Anglo-sajones	España	ANOVA
N	21.869	5.359	3.123	3.239	7.674	997	1.477	
<b>Digitalización</b>								
Ordenadores	48,9	55,0 <sup>§</sup>	59,6	44,9	41,1	54,4 <sup>§</sup>	49,4	174,3 ***
Robots	10,8	12,3 <sup>€</sup>	14,6 <sup>¥</sup>	10,7 <sup>€</sup>	7,8 <sup>§</sup>	6,8 <sup>§</sup>	15,5 <sup>¥</sup>	37,0 ***
Control	31,4	22,8	26,9 <sup>§</sup>	33,7 <sup>€</sup>	36,0 <sup>€</sup>	25,6 <sup>§</sup>	47,1	98,3 ***
Coordinación	23,1	21,7 <sup>¥</sup>	32,6	20,2 <sup>¥</sup>	21,1 <sup>¥</sup>	26,0	22,7 <sup>¥</sup>	40,7 ***
Alta-Digitalización	14,8	13,7 <sup>§€</sup>	24,0	15,1 <sup>§</sup>	10,7 <sup>±</sup>	12,2 <sup>±€</sup>	21,3	75,5 ***
<b>Sector-Mercado</b>								
Industria	25,0	22,4	16,1 <sup>§</sup>	31,8	28,1 <sup>¥</sup>	18,1 <sup>§</sup>	26,9 <sup>¥</sup>	60,9 ***
Construcción	10,4	10,3 <sup>§</sup>	11,4 <sup>§</sup>	7,3 <sup>¥</sup>	12,2 <sup>§</sup>	8,1 <sup>¥</sup>	7,2 <sup>¥</sup>	16,8 ***
Servicios	64,6	77,3 <sup>§</sup>	72,5 <sup>§</sup>	60,9 <sup>§</sup>	59,7 <sup>§</sup>	73,8 <sup>§</sup>	76,4	14,0 ***
Competencia	35,0	33,4 <sup>§</sup>	39,3	42,4	31,1 <sup>¥§</sup>	46,5	28,8 <sup>¥</sup>	49,5 ***
Demanda	31,5	35,0 <sup>¥</sup>	23,0 <sup>§</sup>	29,5	34,1 <sup>¥</sup>	22,2 <sup>§</sup>	34,5 <sup>¥</sup>	42,5 ***
<b>Empresa</b>								
Pequeña	62,4	58,7 <sup>¥</sup>	62,8 <sup>§</sup>	66,2 <sup>€</sup>	64,5 <sup>€</sup>	61,4 <sup>§</sup>	56,7 <sup>¥</sup>	17,4 ***
Mediana	28,6	27,5 <sup>€</sup>	30,4 <sup>§</sup>	26,2 <sup>€§</sup>	28,1 <sup>€§</sup>	28,2 <sup>€§</sup>	36,6	13,0 ***
Grande	9,0	13,8	6,8 <sup>¥</sup>	7,5 <sup>¥</sup>	7,5 <sup>¥</sup>	10,4	6,6 <sup>¥</sup>	42,9 ***
Más de 20 años	61,5	70,9 <sup>§</sup>	69,8 <sup>§</sup>	62,2 <sup>¥</sup>	50,8	68,0 <sup>§</sup>	59,9 <sup>¥</sup>	140,4 ***
De 11 a 20 años	23,4	18,2 <sup>€</sup>	17,4 <sup>€</sup>	22,8 <sup>§</sup>	29,5	21,1 <sup>§</sup>	25,9	64,1 ***
10 años o menos	15,1	10,9 <sup>€</sup>	12,9 <sup>¥</sup>	15,1 <sup>¥§</sup>	19,6	10,9 <sup>€</sup>	14,2 <sup>¥§</sup>	45,0 ***
Único establecimiento	72,8	68,6	51,7	74,8 <sup>¥</sup>	85,1	59,8	73,1 <sup>¥</sup>	304,4 ***
Establecimiento principal	17,0	16,2 <sup>§</sup>	23,5 <sup>¥</sup>	21,0	12,0	17,0 <sup>§</sup>	23,3 <sup>¥</sup>	63,1 ***
Sede subsidiaria	10,2	15,2	24,8 <sup>§</sup>	4,2 <sup>¥</sup>	2,9 <sup>¥</sup>	23,3 <sup>§</sup>	3,7 <sup>¥</sup>	367,2 ***
Valor añadido	43,9	43,3 <sup>§</sup>	42,2 <sup>§</sup>	48,6	41,3 <sup>§</sup>	37,6	57,3	36,0 ***
Exportación	46,7	46,7 <sup>§</sup>	37,1	54,5	47,6 <sup>¥§</sup>	40,3	50,0 <sup>¥</sup>	44,4 ***
Crecimiento	40,3	40,4 <sup>§</sup>	41,5 <sup>§</sup>	45,0	36,8 <sup>€</sup>	36,3 <sup>€</sup>	48,1	23,0 ***
Costes	35,2	27,6	24,5	36,0	45,3	33,0 <sup>¥</sup>	32,1 <sup>¥</sup>	132,8 ***
Innovación-Radical	34,5	31,7 <sup>§</sup>	30,7 <sup>§</sup>	36,4 <sup>¥</sup>	37,8 <sup>¥</sup>	27,4	35,7 <sup>¥</sup>	20,8 ***
Innovación	44,6	41,2 <sup>§</sup>	45,4	56,2 <sup>¥</sup>	40,6 <sup>§</sup>	38,2 <sup>§</sup>	55,7 <sup>¥</sup>	69,2 ***
Delegación	70,0	76,2	89,5	68,8 <sup>¥</sup>	57,4	79,1	68,9 <sup>¥</sup>	272,5 ***
Formación	34,6	32,9	49,8 <sup>§</sup>	38,4	24,2	51,6 <sup>§</sup>	43,6	186,0 ***
Productividad (N = 28)	55,1/18,4	73,5/12,4	68,9/6,8	47,8/10,8	40,0/4,0	81,1/30,1	52,4	

Valores medios en porcentajes, excepto para la variable Productividad, que se expresa en miles de dólares; desviación típica en cursiva.

Niveles de significatividad estadística: \* p < 0,10, \*\* p < 0,05 \*\*\* p < 0,01

Test de Duncan, no rechazo de H<sub>0</sub> "xi = xj", p < 0,01 indicado mediante ±, €, § y ¥.

Fuentes: Elaboración propia a partir de la ECS2019, Eurostat 2019 y Rivera-Torres y Salas-Fumás (2022b).

empresas que favorecen relativamente la rentabilidad de las inversiones empresariales en ordenadores y robots, mientras que en los países menos productivos (sur y este de Europa, y sobre todo en España) se dan condiciones relativamente más favorables para la digitalización del control sobre los trabajadores. En la medida en que la intensificación del uso de ordenadores y robots contribuya al aumento de la productividad (Gal *et al.*, 2019), la ventaja comparativa de las empresas en los países inicialmente más productivos para invertir en ordenadores y robots aumentará todavía más la brecha de productividad entre los países del centro y norte de Europa frente al resto.

---

*En los países más productivos (centro y norte de Europa) se dan condiciones comunes a todas las empresas que favorecen relativamente la rentabilidad de las inversiones en ordenadores y robots, mientras que en los países menos productivos (sur y este de Europa, y sobre todo en España) se dan condiciones relativamente más favorables para la digitalización del control sobre los trabajadores.*

---

El estudio también pone de manifiesto que, controlando por el resto de las variables explicativas, la industria muestra una ventaja comparativa en la digitalización en forma de robotización (digitalizar a las máquinas), mientras que los servicios, y particularmente los servicios a las empresas, muestran una ventaja comparativa en la intensificación en el uso de ordenadores por parte de los trabajadores (digitalizar a las personas). Aparentemente, la tecnología, la intensidad de capital en maquinaria y equipos, y el diseño de los procesos, en las actividades manufactureras, en comparación con la tecnología y procesos de la prestación de servicios, con el estado actual de las tecnologías digitales, determinan las ventajas comparativas de cada sector de actividad, en cuanto a digitalizar a las máquinas o digitalizar a las personas. En principio, las dos formas de digitalización pueden contribuir a aumentar la productividad.

Por otra parte, se observa que las diferencias en ventaja comparativa en el uso de los ordenadores

en el sector servicios frente a la industria, disminuyen al aumentar la productividad laboral de los países, mientras que las ventajas comparativas de la industria frente a los servicios en la robotización son aparentemente mayores en los países más productivos que en los menos productivos. Tal vez, las empresas manufactureras realizan relativamente más actividades de servicios (I+D, diseño, *marketing*...) en los países más productivos que en los países menos productivos, y ello les da más oportunidades para aumentar la digitalización de las personas acercándose a los niveles de las empresas de servicios. En segundo lugar, la relativamente mayor intensidad de capital tangible en la producción de las empresas industriales en los países más productivos, en comparación con las de los países menos productivos, podría derivar en unas condiciones relativamente más favorables para la robotización entre las empresas en los primeros que en los segundos (por ejemplo, con empresas más capital intensivas por mayores diferencias en costes del trabajo y del capital). Los resultados empíricos ponen de manifiesto que en la explicación de las diferencias en digitalización empresarial entre países, no basta con tener en cuenta el nivel de productividad y la especialización sectorial por separado: las diferencias entre sectores varían según la productividad de los países.

---

*Los resultados empíricos ponen de manifiesto que, en la explicación de las diferencias en digitalización empresarial entre países, no basta con tener en cuenta el nivel de productividad y la especialización sectorial por separado: las diferencias entre sectores varían según la productividad de los países.*

---

El resultado empírico muestra unas mayores diferencias en robotización que en uso de ordenadores entre empresas grandes y pequeñas (a favor de las grandes), controlando por el resto de las variables. Previsiblemente la instalación de robots obliga a un desembolso de inversión, y resulta en unos costes fijos, muy por encima de los desembolsos y costes fijos de invertir en ordenadores. Solo las empresas con un volumen de negocio relativamente

alto están en condiciones de rentabilizar la elevada inversión y cubrir los altos costes fijos. Exportar es también una forma de acceder a mercados más grandes, y ello explicaría por qué las empresas que exportan están relativamente más digitalizadas que las que no exportan. Entre las empresas grandes, la rentabilidad del uso de medios digitales para funciones de control de personas y coordinación del trabajo es mayor que entre las más pequeñas, probablemente porque las necesidades de procedimientos formales de control y coordinación aumentan con el tamaño empresarial. Mercados más competitivos favorecen la digitalización en usos –control y coordinación–, pero la intensidad de la competencia percibida por las empresas no influye en la decisión de invertir en medios, controlando por el resto de las variables. Por otra parte, percibir una alta volatilidad en la demanda de los productos o servicios, por sí sola, no aumenta la rentabilidad de la digitalización, comparada con la de las empresas que perciben una demanda predecible; por el contrario, la propensión a utilizar medios digitales en control y coordinación es menor entre las empresas que perciben que su demanda es poco o nada predecible que en el resto.

Controlando por el resto de las variables explicativas, las empresas con actividades de más valor añadido y más innovadoras están más digitalizadas, en medios y usos, que las empresas con actividades de menos valor añadido, y que sostienen sus ventajas competitivas en costes bajos. Según los resultados del trabajo, las ganancias de la digitalización no están en reducir costes, sino en aprovechar la digitalización para innovar más y en diferenciarse más de los competidores. Por otra parte, la digitalización empresarial muestra una clara asociación positiva con la dotación de capital organizacional de las empresas, medido por las variables delegación de poder de decisión y formación a los trabajadores en el puesto de trabajo. El resultado apoya la hipótesis extendida en la literatura sobre complementariedad entre capital digital y capital organizacional (Brynjolfsson, Hitt y Yang, 2002): el retorno de la inversión en digitalización aumenta con la dotación de capital organizacional; por ello, es más probable encontrar empresas digitalizadas, en medios y fines, entre las empresas que delegan en los trabajadores y en empresas que más trabajadores forman en horas de trabajo (formación

específica), que entre las que no delegan y menos trabajadores forman.

---

*Las ganancias de la digitalización no están en reducir costes, sino en aprovechar la digitalización para innovar más y en diferenciarse más de los competidores.*

---

La comparación de la digitalización de las empresas españolas con la de empresas en el resto de los países pone de manifiesto la posición comparativamente alta, en nivel general de digitalización, del conjunto de las empresas en España; de hecho, se encuentran en las primeras posiciones entre los países de la UE. Esto se explica sobre todo porque las empresas españolas son, con diferencia, las que con más frecuencia utilizan la analítica de datos en el control sobre los trabajadores, y porque la proporción que utiliza robots es relativamente alta. La comparativamente alta digitalización en robots y en control de los trabajadores, compensa la comparativamente más baja intensidad en el uso de ordenadores y el menor uso de la tecnología para la coordinación.

Por otra parte, entre las empresas españolas la asociación entre capital organizacional (delegación y formación) y digitalización es más débil que entre las empresas de los países del centro y norte de Europa. Si se combina la menor penetración de la delegación entre las empresas españolas (tal vez porque no la rentabilizan tanto como las empresas de otros países) con el menor impacto del capital organizacional en la decisión de digitalizar, las empresas españolas estarían desaprovechando oportunidades que ofrecen las inversiones en digitalización para la mejora de la productividad. Es decir, la digitalización en ordenadores y robots podría ser “excesiva” para la baja dotación de recursos complementarios. En el modelo de organización interna extendido entre las empresas españolas, la utilización de herramientas digitales parece más rentable en funciones de control sobre los trabajadores, que en funciones de coordinación entre trabajadores que realizan su trabajo con un relativamente alto grado de autonomía. En los países más productivos del centro y norte

de Europa se observa el patrón opuesto: menos uso de las tecnologías digitales en el control sobre los trabajadores, y más uso de las tecnologías en coordinación-delegación.

## Conclusión e implicaciones

La UE ha convertido la digitalización, en general y de las empresas en particular, en un objetivo estratégico. Esta decisión debería estar sustentada en dos premisas: que la digitalización afecta positivamente al bienestar social (más productividad, mejor empleo...), y que existen fallos del mercado con el resultado final de niveles de digitalización resultantes de la racionalidad individual de los agentes, por debajo de los socialmente deseables (tal vez porque dentro de la UE, la heterogeneidad de condiciones tecnológicas e institucionales lleva a múltiples equilibrios).

En este sentido, las políticas públicas deberían diferenciar entre la digitalización empresarial que influye positivamente en la productividad, el empleo y la inclusión laboral, y la que no influye o lo hace negativamente. Aunque los datos disponibles no permiten establecer relaciones de causa efecto, el estudio realizado muestra que las variables de digitalización más extendidas entre las empresas de los países más productivos (ordenadores y robots), son distintas de las más extendidas entre los países menos productivos (analítica de datos para el control de personas). Por otro lado, la evidencia muestra que la adopción de medios digitales y su uso está igual o más extendida entre empresas que aumentan plantillas que entre las que dicen que no las aumentan (aunque las diferencias en digitalización entre los dos colectivos disminuyen según aumenta la productividad media de los países). También existen evidencias, especialmente entre las empresas de los países del norte de Europa, de que la alta digitalización empresarial va acompañada de formas de trabajo más participativas.

Sobre la multiplicidad de equilibrios, la digitalización entre las empresas en la UE podría seguir patrones diferentes en los países más productivos del centro y norte de Europa, y en los países menos

productivos del sur, sin señales de una posible convergencia. Según los datos del ESC2019, las empresas de los países del centro y norte de Europa se digitalizan contando con niveles relativamente altos de capital organizacional (autonomía de los trabajadores en los puestos de trabajo, alta dotación de capital humano específico). Las empresas de estos países aprovechan la complementariedad entre capital digital y capital organizacional para conseguir mayores niveles de productividad. En los países del sur, incluida España, y del este, en cambio, la digitalización se inserta en empresas con bajo capital organizacional, que aprovechan la digitalización para reforzar el control jerárquico de la dirección sobre los trabajadores. Por ello, la digitalización no encuentra las condiciones más favorables para hacer crecer la productividad de las empresas con todo su potencial. Las políticas públicas de apoyo a la digitalización dentro de la UE deben diseñarse de manera que las empresas de los países del sur y del este tengan incentivos para cambiar el diseño organizativo, con más delegación y más formación específica de los trabajadores, como condición necesaria para avanzar en el cierre de la brecha de productividad a través de la digitalización.

---

*En los países del sur, incluida España, y del este, la digitalización se inserta en empresas con bajo capital organizacional, que la aprovechan para reforzar el control jerárquico de la dirección sobre los trabajadores. Por ello, la digitalización no encuentra las condiciones más favorables para hacer crecer la productividad de las empresas con todo su potencial.*

---

En el conjunto de la muestra, la digitalización de las personas (uso de ordenadores en el trabajo cotidiano) es mayor o igual entre empresas pequeñas y medianas que entre las grandes, mientras que la proporción de empresas que usan robots (digitalización de las máquinas) es notablemente mayor entre las empresas grandes que entre las pequeñas. Este es un ejemplo más de la necesaria segmentación de las políticas públicas de apoyo a la digitalización empresarial. No parece que las diferencias

en conocimientos y preparación técnica de los trabajadores entre grandes empresas y pymes sea la causa de diferencias de digitalización en función del tamaño empresarial, sino diferencias en la capacidad de absorber costes fijos (previsiblemente altos en el caso de los robots) según el volumen de ingresos de las compañías.

Los resultados indican que, entre las distintas formas de empresa representadas en la muestra, los niveles más altos de digitalización, en medios y en usos, se encuentran en las sedes de subsidiarias. La digitalización de las empresas europeas no es únicamente una cuestión de fuerzas del mercado (precios, incentivos monetarios); es también una cuestión administrativa que surge de decisiones de propiedad, organización y control dentro de las empresas y, en particular, en las relaciones entre empresas matrices y filiales. Teniendo en cuenta la movilidad en la localización de filiales dentro de la UE, las políticas de apoyo a la digitalización empresarial, como otras muchas, deberían diseñarse y aplicarse de forma coordinada entre los niveles comunitario y de los estados nacionales.

## Referencias

- ANDREWS, D., NICOLETTI, G. y TIMILIOTIS, C. (2018). Digital technology diffusion: A matter of capabilities, incentives or both? *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1476. Paris: OECD Publishing. Disponible en: <http://dx.doi.org/10.1787/7c542c16-en>
- BRYNJOLFSSON, E., HITT, L. M. y YANG, S. (2002). Intangible assets: Computers and organizational capital. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002(1), pp. 137–198.
- BRYNJOLFSSON, E., ROCK, D. y SYVERSON, C. (2018). The productivity J-curve: How intangibles complement general purpose technologies. *NBER Working Paper*, No. 25148. Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w25148>.
- EUROPEAN FOUNDATION FOR THE IMPROVEMENT OF LIVING AND WORKING CONDITIONS, EUROPEAN CENTRE FOR THE DEVELOPMENT OF VOCATIONAL TRAINING. (2020). *European Company Survey, 2019*. [data collection]. UK Data Service. SN: 8691, DOI: 10.5255/UKDA-SN-8691-1
- GAL, P., NICOLETTI, G., RENAULT, T., SORBE, S. y TIMILIOTIS, C. (2019). Digitalization and productivity: In search of the Holy Grial. Firm-level empirical evidence from European Countries. *OCDE WP*, No 1533.
- RIVERA-TORRES, P. y SALAS-FUMÁS, V. (2022a). *Digitalización y organización del trabajo en las empresas europeas: Análisis y comparación para España a partir del European Company Survey 2019*. Funcas. Disponible en: [https://www.funcas.es/documentos\\_trabajo/digitalizacion-y-organizacion-del-trabajo-en-las-empresas-europeas-descripcion-y-analisis-comparado-para-espana-a-partir-de-la-european-company-survey-2019/](https://www.funcas.es/documentos_trabajo/digitalizacion-y-organizacion-del-trabajo-en-las-empresas-europeas-descripcion-y-analisis-comparado-para-espana-a-partir-de-la-european-company-survey-2019/)
- RIVERA-TORRES, P. y SALAS-FUMÁS, V. (2022b). *El valor económico de la inversión digital de las empresas europeas y sus determinantes*. Funcas. Disponible en: [https://www.funcas.es/documentos\\_trabajo/el-valor-economico-de-la-inversion-digital-de-las-empresas-europeas-y-sus-determinantes/](https://www.funcas.es/documentos_trabajo/el-valor-economico-de-la-inversion-digital-de-las-empresas-europeas-y-sus-determinantes/)



# La competitividad exterior de la economía española en relación con la eurozona

Ramon Xifré\*

**Este trabajo explora la competitividad de las exportaciones españolas de bienes y su evolución más reciente a la luz de las últimas dinámicas inflacionarias. El análisis se realiza en el contexto de las cinco mayores economías de la eurozona: Alemania, Francia, Italia, España y los Países Bajos. Las exportaciones españolas crecieron un 40 % en términos nominales entre 2012 y 2021, el mayor crecimiento en las cinco economías de referencia. Los datos de los primeros tres trimestres de 2022 confirman esta buena dinámica y las exportaciones españolas son las segundas que más crecen en relación con el mismo periodo de 2019. El análisis de la competitividad sugiere que el sector exportador español se ha mostrado competitivo por el lado de los costes, tanto antes como después de la crisis del COVID-19. Ello sugiere que la economía española es capaz de mejorar sus condiciones de competitividad-coste internas y, al mismo tiempo, transformar estas mejoras en incrementos en las exportaciones. Con todo, la intensidad exportadora española sigue por debajo del peso de su economía en el grupo de economías de referencia.**

El reciente repunte de la inflación puede llegar a convertirse en una amenaza para la competitividad del sector exterior español que, hasta el momento, está demostrando solidez y es una fuente de crecimiento para la economía en su conjunto. El presente trabajo realiza un análisis de las exportaciones de bienes y las condiciones de competitividad-coste de la economía española en los últimos tiempos. Se estudian las tendencias de fondo entre 2012 y 2019; la recuperación de la crisis pos-Covid entre 2019 y 2021; y finalmente los datos más recientes disponibles, que cubren los tres primeros trimestres de

2022. El objetivo es explorar si hay indicios de que las dinámicas inflacionarias puedan estar dañando a la competitividad de las exportaciones españolas. El análisis se realiza en el contexto de las cinco mayores economías de la eurozona (en adelante, EA5): Alemania, Francia, Italia, España y los Países Bajos.

Este trabajo toma como punto de partida los análisis más recientes sobre la economía española y su sector exterior (Álvarez-López 2022; Díez Guijarro, 2022; Torres y Fernández, 2022a y 2002b) y complementa otros anteriores específicos sobre

\* ESCI-Universitat Pompeu Fabra, UPF Barcelona School of Management, PPSRC – IESE Business School.

la competitividad de la economía española (Xifré, 2014, 2017, 2020 y 2021).

## Exportaciones y competitividad entre 2012 y 2021

El gráfico 1 muestra las exportaciones de bienes de EA5 al resto del mundo entre 2012 y 2021 en precios corrientes y normalizando su valor en relación al año 2012. Como se puede observar, durante este período de diez años los mayores crecimientos en las exportaciones se han registrado en España y los Países Bajos, alcanzando valores prácticamente idénticos en términos nominales (41 % en España y 39 % en los Países Bajos). En este periodo, los siguientes mayores crecimientos corresponden a Italia (33 %) y Alemania (27 %) y cierra la lista Francia, con un crecimiento de sus exportaciones sensiblemente inferior a las otras cuatro economías (12 %).

En todos los países se observa el impacto de la crisis del COVID-19 en la caída de las exportaciones durante el año 2020, pero también queda manifiesta una considerable heterogeneidad en la velocidad de superación de la crisis. En cuatro de los cinco países las exportaciones en 2021 ya superaban el nivel de

2019 con los siguientes crecimientos: Países Bajos, 12 %; Italia y España, 8 %; y Alemania, 4 %. De nuevo, Francia presenta un comportamiento atípico ya que sus exportaciones en 2021 eran todavía un 3 % inferiores a las de 2019 (gráfico 1 y cuadro 1).

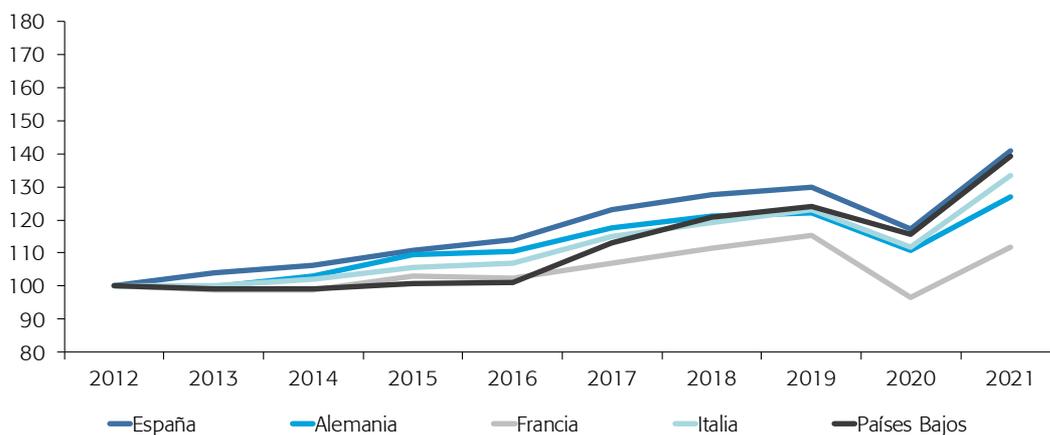
Es interesante analizar los distintos dinamismos entre los mercados intra-UE y extra-UE como soportes de crecimiento a las exportaciones. Con ese objetivo, los gráficos 2 y 3 son análogos al gráfico 1 y muestran las exportaciones de bienes de EA5 entre 2012 y 2021 en precios corrientes, y normalizando en relación al año 2012 para los mercados extra-UE e intra-UE respectivamente. Como se puede observar, la serie que presenta mayor crecimiento son las exportaciones de los Países Bajos hacia los mercados extracomunitarios, que registraron un aumento del 75 %. España se sitúa como la economía con el segundo mayor crecimiento (45 %) en estos mercados (gráfico 2 y cuadro 1).

Con respecto a los mercados comunitarios, el comportamiento de EA5 es más parecido entre sí, de nuevo con la excepción de Francia que queda rezagada. En estos mercados, España se sitúa como la economía con un mayor incremento en sus exportaciones entre 2012 y 2021 (38 %). Llama también la atención el hecho de que la recuperación

Gráfico 1

### Exportaciones de bienes de EA5 al mundo

(Índice 2012 = 100)

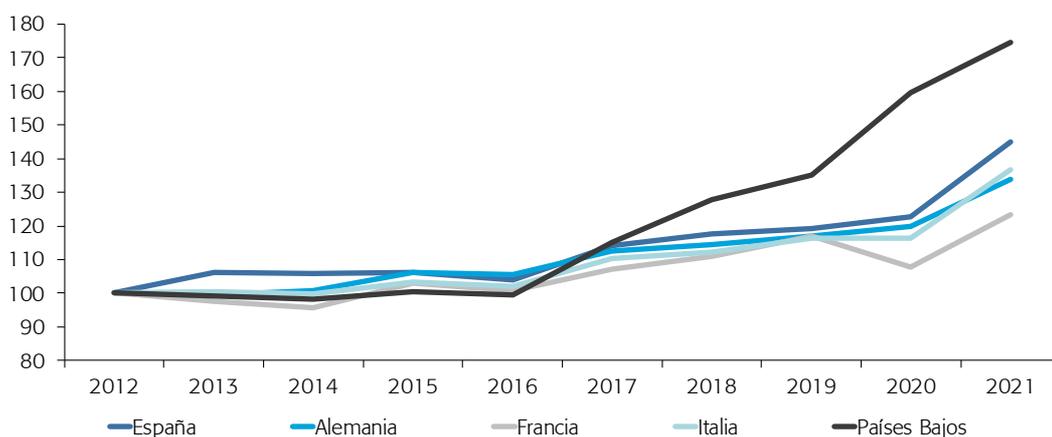


Fuente: Eurostat.

Gráfico 2

**Exportaciones de bienes de EA5 a los países extra-UE**

(Índice 2012 = 100)



Fuente: Eurostat.

pos-COVID-19 de las exportaciones de la EA5 es más lenta en estos mercados que en los extracomunitarios. Tanto Alemania como Francia exportaban menos a la UE en 2021 que en 2019; España e Italia estaban en niveles muy parecidos; y los Países Bajos aumentaron sus exportaciones un 6 % en 2021 (gráfico 3 y cuadro 1).

Se examina ahora la evolución de las condiciones de competitividad de EA5 en el periodo 2012-2021. Para ello se recurre, como en análisis anteriores (Xifré 2017 y 2021), a los indicadores de competitividad precio/coste que elabora Eurostat. En este marco conceptual, el principal indicador de la competitividad de una economía es el tipo de cambio efectivo real (TCER), que es una generalización del tipo de cambio nominal. El TCER de un país se define como la media ponderada de los tipos de cambio nominales de los principales socios comerciales de dicho país utilizando un deflactor. Por consiguiente, el TCER es una aproximación al precio efectivo relativo de las exportaciones de un país en términos de las exportaciones de sus competidores internacionales más relevantes. Por el modo en que está construido, el aumento del TCER de un país implica una pérdida de competitividad: sus bienes se vuelven más caros en relación con sus socios comerciales. En nuestro

caso, se toma como grupo de referencia para la comparación todos los países de la eurozona.

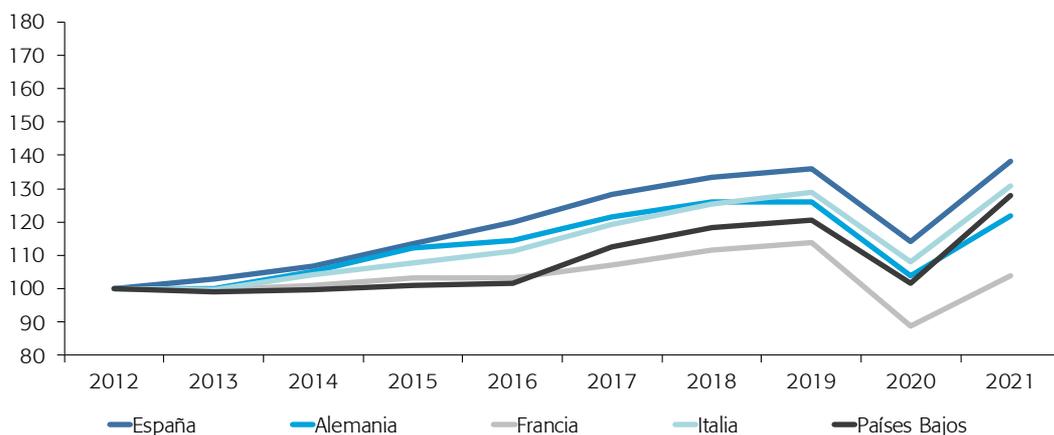
*El sector exportador español se ha mostrado muy competitivo por el lado de los costes, posiblemente absorbiendo parte de los incrementos en costes laborales unitarios y no trasladándolos (completamente) a los precios de las exportaciones. Este comportamiento prudente puede ayudar a explicar el auge exportador de la economía española.*

Existen diferentes versiones de TCER según el deflactor que se utilice para comparar los tipos de cambio. La Comisión Europea facilita datos del TCER con cuatro deflatores alternativos: (1) el índice (armonizado) de precios de consumo (IPC); (2) el deflactor del PIB; (3) el deflactor de los precios de exportación y (4) el deflactor de los costes laborales unitarios para el conjunto de la economía. El primero tiene en cuenta solo los bienes y servicios según el patrón de consumo y no tiene en cuenta los precios de los productos intermedios y de capital. El segundo incluye todos los bienes y servicios producidos, pero no es plenamente comparable entre países debido a la diferente medición (y peso) de las

Gráfico 3

**Exportaciones de bienes de EA5 a los países intra-UE**

(Índice 2012 = 100)



Fuente: Eurostat.

actividades de servicios. El tercero tiene una lógica similar al anterior, pero cubre solo las exportaciones de bienes. El último tiene en cuenta las diferencias entre países en productividad y remuneración laboral pero no considera otros costes de producción, como el coste de los bienes intermedios o los márgenes empresariales. Para más detalles se puede consultar Xifré (2017).

El gráfico 4 representa el TCER de España en relación con el resto de los países de la eurozona para los cuatro deflatores considerados entre 2012

y 2021 normalizando los valores en 2012. Se aprecia que los indicadores de competitividad-coste de la economía española han aumentado de forma muy discreta a lo largo de estos diez años en lo referido al deflactor del PIB (con un incremento del 6 % en relación con el promedio de la eurozona), y especialmente en términos de IPC y precios de las exportaciones (ambos con un incremento de apenas el 2 %). El deflactor que muestra una mayor pérdida de competitividad, aunque ésta sigue siendo limitada, son los costes laborales unitarios, que han aumentado un 10 % más que en el área del euro.

Cuadro 1

**Variación en las exportaciones de bienes de EA5, según periodo y destino**

(En porcentaje)

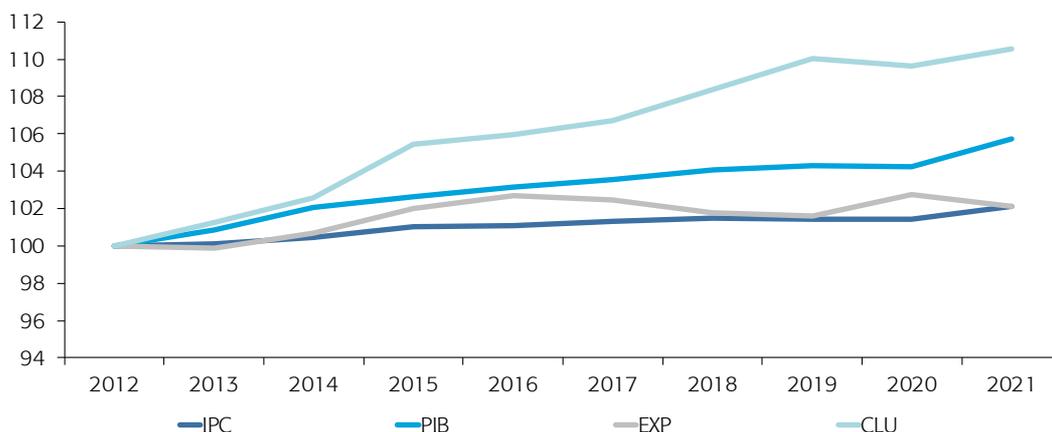
	Entre 2012 y 2021			Entre 2019 y 2021		
	Mundo	Extra-UE	Intra-UE	Mundo	Extra-UE	Intra-UE
España	41	45	38	8	22	2
Alemania	27	34	22	4	14	-3
Francia	12	23	4	-3	5	-9
Italia	33	37	31	8	17	1
Países Bajos	39	75	28	12	29	6

Fuente: Eurostat

Gráfico 4

**Tipo de cambio efectivo real (TCER) anual de España en relación con la eurozona, según deflactor**

(Índice 2012 = 100)



Fuente: Eurostat.

El análisis de los datos sugiere que el sector exportador español se ha mostrado muy competitivo por el lado de los costes, posiblemente absorbiendo parte de los incrementos en costes laborales unitarios y no trasladándolos (completamente) a los precios de las exportaciones. Este comportamiento prudente de los exportadores españoles en relación hacia sus clientes y mercados internacionales puede contribuir a explicar el auge exportador que se ha documentado anteriormente.

## Exportaciones y competitividad en los tres primeros trimestres de 2022

El gráfico 5 muestra la variación de las exportaciones mensuales de bienes al mundo entre el año 2019 y el mismo mes del año 2022. La variación que se computa no es la habitual interanual, sino que se extiende tres años atrás para estudiar hasta qué punto las exportaciones en el año 2022 han recuperado los niveles prepandemia.

Como se observa, en cada uno de los nueve primeros meses de 2022 las economías EA5 exportan más que en el mismo mes de tres años atrás. En consistencia con lo mostrado en la sección anterior,

los países donde las exportaciones han crecido más son los Países Bajos y España.

*No se puede afirmar que en los tres primeros trimestres de 2022 se hayan erosionado de forma significativa las condiciones de competitividad-coste de la economía española. Hasta el momento, se han mantenido las favorables condiciones domésticas que han soportado en parte la expansión de las exportaciones en el período 2012-2019.*

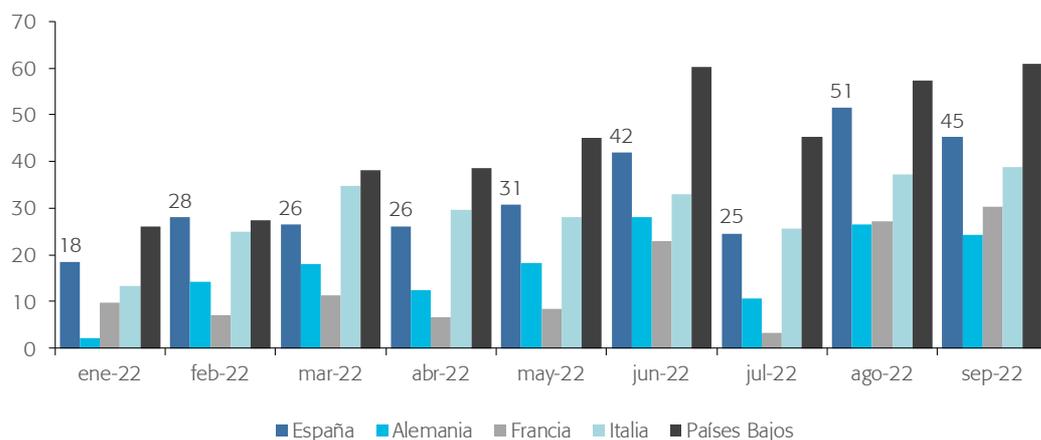
Otro dato interesante es la aceleración en las tasas de crecimiento de las exportaciones a medida que avanzan los meses del año. En el caso de España, las exportaciones en enero de 2022 superaban en un 18 % las del mismo mes de 2019, mientras que en el mes de septiembre lo hacían en un 45 %. Una posible explicación para este dinamismo acelerado puede ser que la superación de los cuellos de botella (Álvarez-López, 2022; Torres y Fernández, 2022) generados por la crisis del COVID-19 requiera de un periodo dilatado en el tiempo.

El gráfico 6 se concentra en las tasas de crecimiento de las exportaciones españolas entre 2019

Gráfico 5

**Variación en las exportaciones mensuales de bienes de EA5 al mundo entre los años 2019 y 2022**

(En porcentaje)



Fuente: Eurostat.

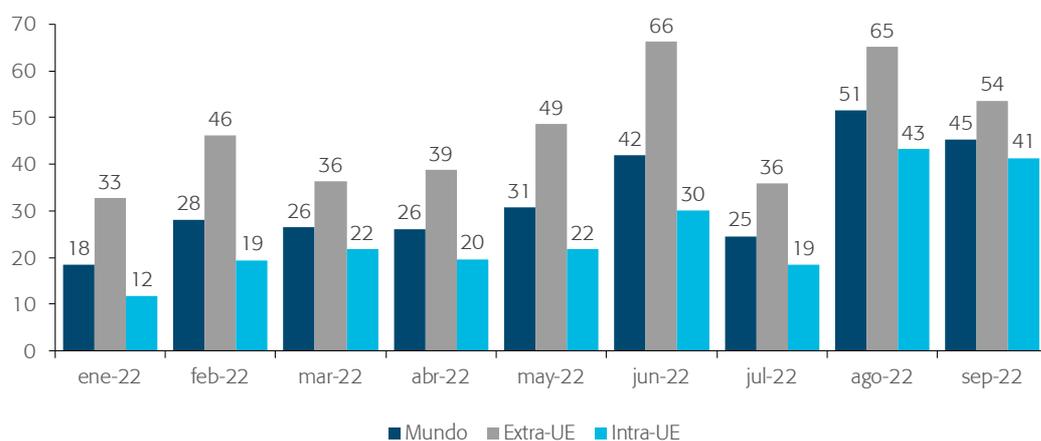
y 2022 distinguiendo entre el mundo, los destinos extra-UE y los destinos intra-UE. Como se puede apreciar, en cinco de los nueve meses considerados (enero, febrero, abril, mayo y julio) las exportaciones españolas a los mercados extracomunitarios han crecido el doble que a los comunitarios.

El gráfico 7 estudia la evolución de la competitividad-coste mensual de las economías EA5 usando el deflactor del IPC, que es el único que Eurostat difunde para los datos mensuales. Los datos cubren hasta septiembre de 2022 y se normalizan según el nivel en enero de 2019. El gráfico muestra cómo

Gráfico 6

**Variación de las exportaciones de España entre 2019 y 2022 según destino**

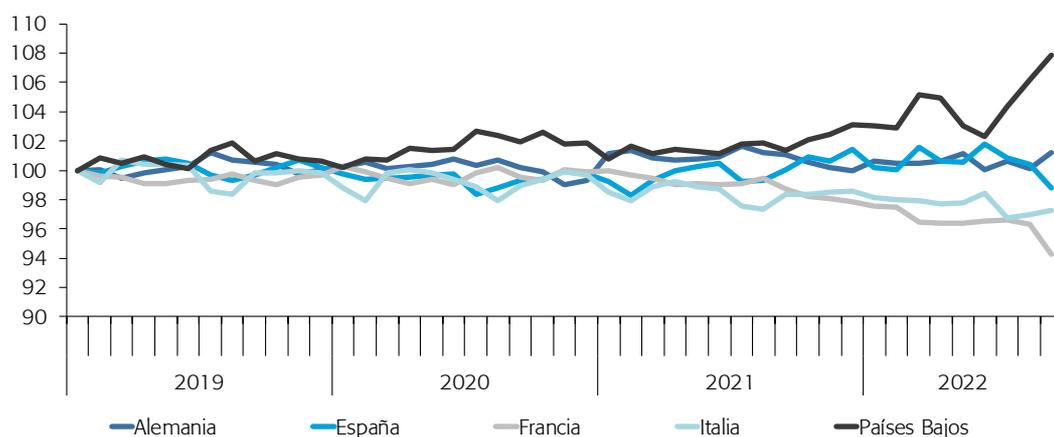
(En porcentaje)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 7

### Tipo de cambio efectivo real (TCER) mensual de los países EA5 en relación con la eurozona deflactado según IPC (Índice enero 2019 = 100)



Fuente: Eurostat.

la economía española ha mantenido su competitividad-coste, deflactada por el IPC y comparada con la eurozona, básicamente a niveles constantes entre enero de 2019 y septiembre de 2022, mostrando fluctuaciones poco significativas en relación con el resto de EA5. Esto sugiere que, con los datos disponibles hasta el momento, no se puede afirmar que en los tres primeros trimestres de 2022 se hayan erosionado de forma significativa las condiciones de competitividad-coste de la economía española. Por tanto, en principio se mantienen las favorables condiciones domésticas que han soportado en parte la

expansión de las exportaciones españolas documentada para el período 2012-2019.

Para tratar de conseguir una descripción lo más ecuánime posible de la situación, que destaque también el margen de mejora para el sector exterior español, el cuadro 2 presenta la cuota o reparto de las exportaciones de bienes dentro del bloque EA5 en tres periodos distintos: el año 2012, el año 2019 y los nueve primeros meses del año 2022. Para obtener una referencia de comparación, el cuadro también presenta el reparto del PIB entre los países

Cuadro 2

### Cuota en las exportaciones y el PIB de los países EA5

(En porcentaje)

	Cuota en las exportaciones de la EA5			Cuota en el PIB de la EA5	
	2012	2019	2022(*)	2012	2019
España	8,6	9,2	9,7	12,7	12,8
Alemania	40,9	40,9	38,6	33,7	35,6
Francia	16,6	15,7	14,2	25,7	25,0
Italia	14,7	14,8	15,2	19,9	18,4
Países Bajos	19,2	19,5	22,3	8,0	8,3

(\*) Nueve primeros meses

Fuente: Eurostat.

EA5 en 2012 y 2019. Como se puede observar, a pesar del dinamismo sostenido de las exportaciones durante los últimos años, la economía española todavía tiene una cuota exportadora en EA5 menor que su peso en el PIB, lo cual sugiere que existe un importante margen para aumentar las exportaciones.

## Conclusiones

El sector exportador español ha mostrado un fuerte dinamismo entre 2012 y 2021, con una tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes en términos nominales superior al 40 %, lo cual convierte a la economía española en la de mayor crecimiento exportador de entre las cinco mayores economías de la eurozona (EA5). El presente trabajo muestra que las condiciones de competitividad-coste de las exportaciones españolas se han mantenido propicias y probablemente han contribuido a estos buenos resultados.

Los costes de exportación promedio en España en relación con las otras economías de la eurozona apenas han aumentado un 2 % en total a lo largo del período 2012–2021. En ese mismo intervalo de tiempo, los costes laborales unitarios de la economía española han aumentado algo más del 10 %. Ello sugiere que posiblemente los exportadores hayan contenido (parcialmente) los costes de exportación, sin trasladar completamente los aumentos de costes que puedan haber sufrido, con el objetivo de ganar (o mantener) competitividad coste/precio en el exterior. Conviene aquí señalar que, además de mejorar en las condiciones de competitividad coste/precio, es preciso no descuidar la mejora continua en la competitividad no-coste, que tradicionalmente también ha desempeñado un papel importante de soporte al crecimiento de las exportaciones españolas (Xifré, 2021).

Los datos más recientes, referidos a los tres primeros trimestres de 2022, muestran que la buena dinámica exportadora persiste, de momento, con tres características. En primer lugar, España es la segunda economía de EA5 con mayores crecimientos interanuales 2019-2022 en las exportaciones mensuales y presenta además una trayectoria de

aceleración en el crecimiento. En segundo lugar, el dinamismo exportador español hacia los mercados extracomunitarios (con mayor potencial de crecimiento a largo plazo) duplica al crecimiento en los mercados intracomunitarios en cinco de los nueve meses considerados. En tercer lugar, a pesar de las presiones inflacionistas a las que está sujeta la economía española y el resto de las economías mundiales, de momento no se aprecian indicios de que éstas puedan perjudicar significativamente a la competitividad exterior. Con todo, y para obtener un diagnóstico equilibrado de la situación, procede recordar que las exportaciones de España están todavía infrarrepresentadas dentro del bloque EA5 en relación al PIB.

## Referencias

- ÁLVAREZ-LÓPEZ, M. E. (2022). El comercio exterior español en tiempos de pandemia: del gran confinamiento al estallido de la guerra en Ucrania. *Papeles de Economía Española*, 173, pp. 60-77. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/el-comercio-exterior-espanol-en-tiempos-de-pandemia-del-gran-confinamiento-al-estallido-de-la-guerra-en-ucrania/>
- DÍEZ GUIJARRO, J. M. (2022). El retorno del riesgo geopolítico: efectos económicos de la guerra de Ucrania. *Cuadernos de Información Económica*, 288, pp. 1-10. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/el-retorno-del-riesgo-geopolitico-efectos-economicos-de-la-guerra-de-ucrania/>
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2022a). La economía española, de la pandemia a la crisis energética. *Papeles de Economía Española*, 173, pp. 2-15. Disponible en: [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2022/11/PEE-173\\_Torres-Fernandez.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2022/11/PEE-173_Torres-Fernandez.pdf)
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2022b). Perspectivas de la economía española tras la crisis energética. *Cuadernos de Información Económica*, 291, pp. 1-9. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/perspectivas-de-la-economia-espanola-tras-la-crisis-energetica/#:~:text=La%20tasa%20de%20paro%20oscilar%3%A1,la%20indiciaci%3%B3n%20de%20las%20pensiones.>
- XIFRÉ, R. (2014). Cuatro años de reformas económicas en España: un análisis de los resultados desde la

perspectiva de la UE. *Cuadernos de Información Económica*, 242, pp. 49-57. Disponible en: [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/242art07.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/242art07.pdf)

XIFRÉ, R. (2017). Competitividad y comportamiento de las exportaciones: España en el contexto de la eurozona. *Cuadernos de Información Económica*, 260, pp. 27-37. Disponible en: [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/260art04.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/260art04.pdf)

XIFRÉ, R. (2020). Las exportaciones españolas de alta tecnología. *Cuadernos de Información Económica*, 278, pp. 69-75. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/las-exportaciones-espanolas-de-alta-tecnologia/>

XIFRÉ, R. (2021). Non-Price Competitiveness Factors—A simple measure and an application to the five largest euro area countries. *The World Economy*, 44(11), pp. 3091-3110.



# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

## INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

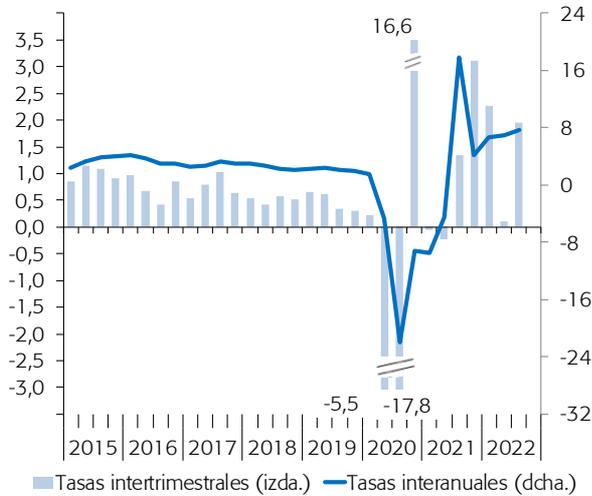
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo			Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)	
				Total	Construcción	Equipo y otros productos					
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>											
2015	3,8	2,9	2,0	4,9	1,5	8,2	4,3	5,1	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	5,2	2,6	-1,4	5,6	5,1	6,2	18,1	9,4	2,1	3,2	
2023	1,0	1,2	1,4	2,5	3,6	1,4	2,4	3,8	1,5	-0,5	
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	7,0	3,8	-0,9	3,4	0,0	6,8	19,9	11,9	4,1	2,9
	II	7,6	3,3	-2,9	5,2	5,4	5,0	23,7	8,7	2,5	5,1
	III	4,4	1,3	-2,0	5,9	6,3	5,5	18,8	9,0	0,9	3,6
	IV	2,1	2,0	0,2	8,1	8,8	7,4	10,7	8,0	0,9	1,2
2023	I	1,9	2,8	0,7	4,4	8,9	0,0	5,2	7,1	2,5	-0,6
	II	0,4	1,2	2,4	2,1	1,9	2,2	0,6	4,4	1,9	-1,4
	III	0,6	1,3	1,3	2,5	2,7	2,3	-0,2	2,0	1,6	-1,0
	IV	1,0	0,7	1,2	1,3	1,3	1,3	2,6	2,1	0,9	0,1
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales</b>											
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	0,1	-0,8	-0,2	3,2	0,1	6,3	5,3	0,8	-1,6	1,7
	II	2,0	1,7	-1,4	2,9	7,3	-1,3	5,4	3,0	0,9	1,0
	III	0,1	0,1	1,4	-0,1	-0,6	0,4	1,5	3,0	0,5	-0,5
	IV	0,0	0,9	0,4	1,9	1,8	2,0	-1,7	1,0	1,0	-1,0
2023	I	-0,1	0,0	0,3	-0,4	0,3	-1,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1
	II	0,4	0,2	0,3	0,6	0,4	0,8	0,9	0,5	0,3	0,2
	III	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,5	0,6	0,6	0,3	0,0
	IV	0,4	0,3	0,3	0,7	0,4	1,0	1,1	1,0	0,4	0,0
	<b>Precios corrientes (mm euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>									
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	1.329	56,7	20,3	20,4	10,5	10,0	41,5	39,7	98,2	1,8	
2023	1.397	57,0	20,3	20,7	10,7	10,0	42,2	41,0	98,8	1,2	

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

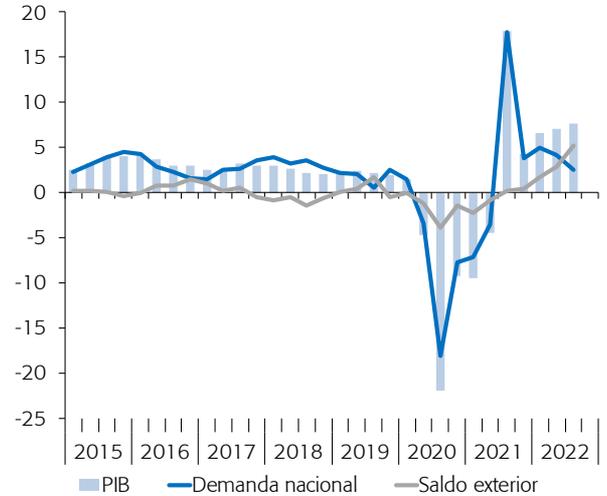
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

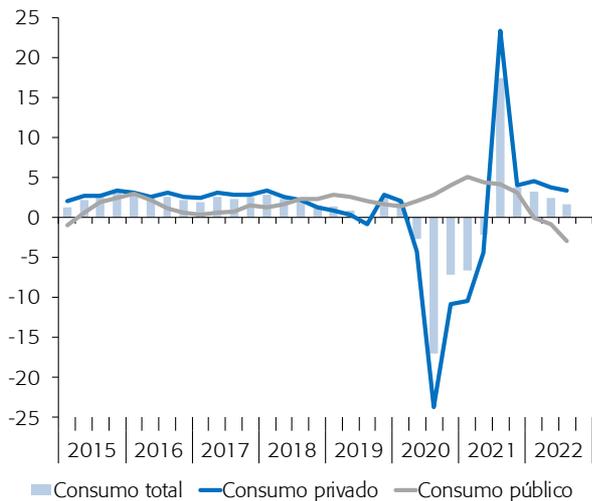
**Gráfico 1.1.- PIB**  
Tasas de crecimiento



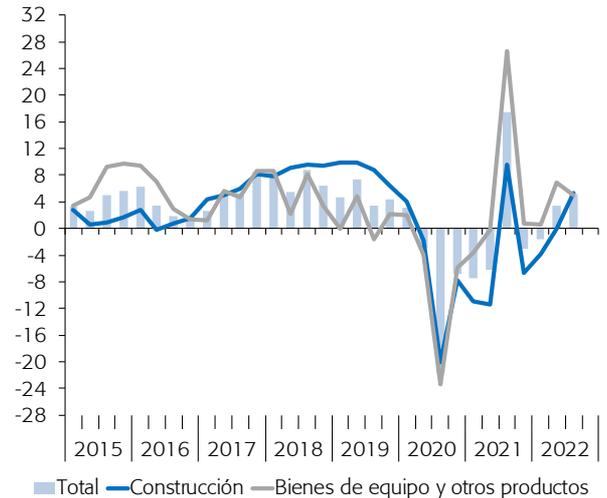
**Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB**  
Puntos porcentuales



**Gráfico 1.3.- Consumo final**  
Tasas de crecimiento interanuales



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



## Cuadro 2

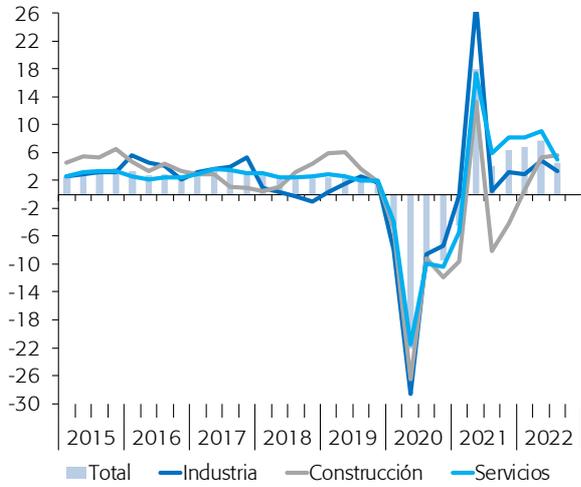
## Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico\*

	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		
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>										
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	6,7	4,2	3,0	5,2	0,6	8,2	-1,9	11,9	9,4
	II	7,7	-3,3	4,8	6,1	5,3	9,0	-2,6	13,2	6,5
	III	4,5	-3,0	3,3	2,9	5,6	5,0	-2,1	7,4	3,6
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales</b>										
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	0,0	-1,4	-1,6	-1,1	1,8	0,3	-0,7	0,6	1,3
	II	2,1	-6,1	1,8	1,5	2,7	2,4	-0,6	3,4	0,7
	III	0,2	0,7	-0,1	0,5	0,1	0,2	-0,2	0,3	-1,0
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del VAB a precios básicos</b>								
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	

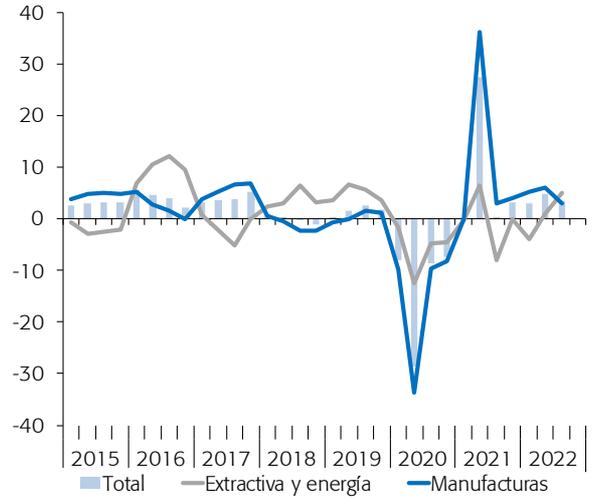
\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE.

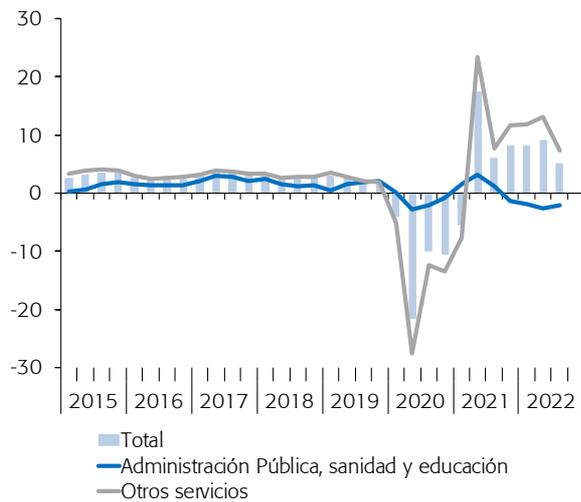
**Gráfico 2.1.- VAB por sector**  
Tasas de crecimiento interanuales



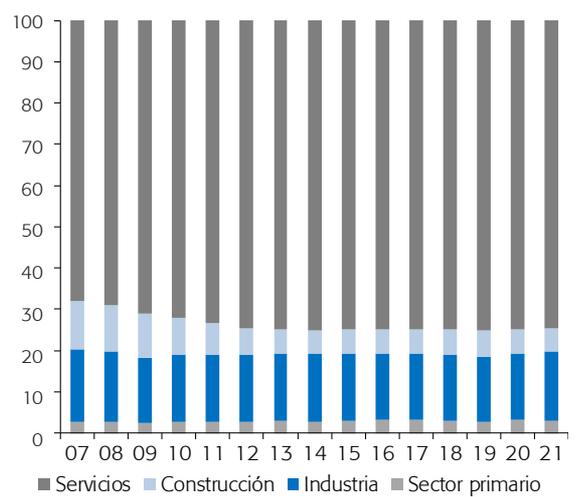
**Gráfico 2.2.- VAB, industria**  
Tasas de crecimiento interanuales



**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
<b>Índices, 2015 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario</b>												
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	109,0	115,1	94,7	108,8	114,9	101,6	--	--	--	--	--	--
2023	110,1	115,7	95,2	112,7	118,4	100,6	--	--	--	--	--	--
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	107,4	113,7	94,4	106,3	112,6	101,9	101,2	108,0	93,7	102,5	109,3	92,1
II	109,5	114,8	95,4	107,3	112,5	101,4	102,7	111,9	91,8	106,2	115,7	95,2
III	109,5	116,0	94,4	108,9	115,3	102,5	103,2	111,0	93,0	110,9	119,3	95,7
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>												
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	5,2	3,8	1,4	2,5	1,1	-3,4	--	--	--	--	--	--
2023	1,0	0,5	0,5	3,5	3,0	-1,0	--	--	--	--	--	--
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	7,0	5,3	1,6	0,0	-1,7	-4,8	5,2	2,2	3,0	0,2	-2,8	-6,5
II	7,6	5,2	2,3	1,8	-0,5	-4,3	6,1	3,8	2,2	0,9	-1,3	-7,3
III	4,4	2,9	1,5	2,2	0,7	-3,2	2,9	3,4	-0,5	1,3	1,8	-4,9

(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

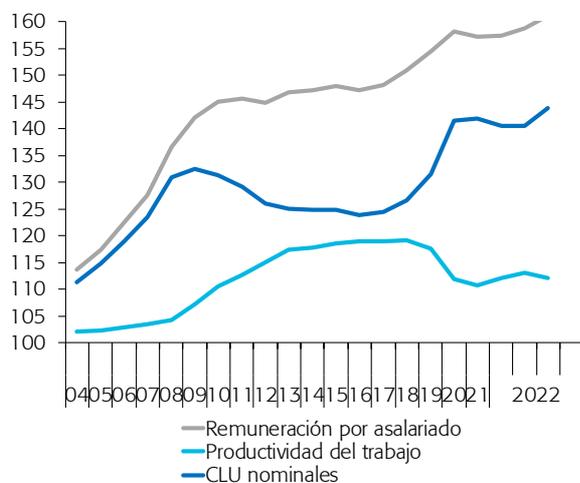
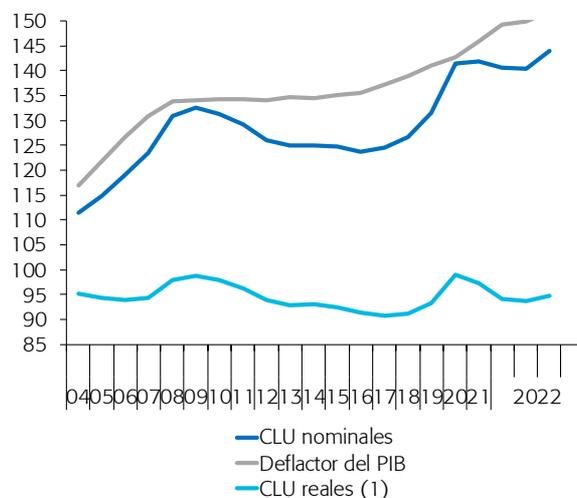


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados por el deflactor industrial.

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

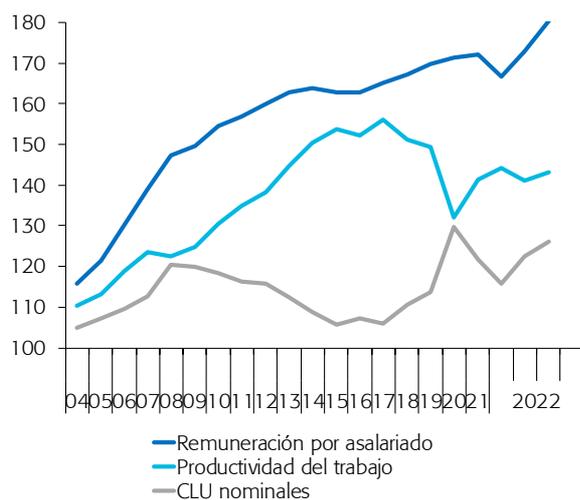
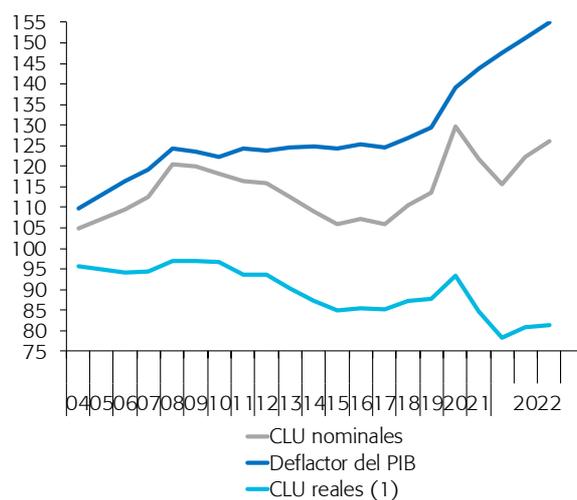


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

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

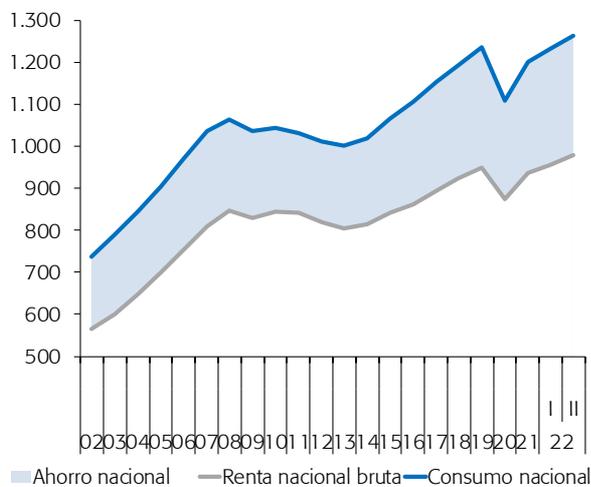
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) 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	1.329,0	618,9	551,8	1.292,4	1.006,4	286,0	274,5	46,6	41,5	21,5	20,7	0,9	2,1
2023	1.397,4	643,3	580,0	1.353,2	1.062,0	291,1	288,9	46,0	41,5	20,8	20,7	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	1.237,4	593,9	511,5	1.233,0	957,0	276,0	258,7	48,0	41,3	22,3	20,9	1,4	1,6
II	1.272,1	604,8	530,2	1.264,0	978,0	286,1	266,8	47,5	41,7	22,5	21,0	1,5	1,7
III	1.298,6	612,7	547,0	1.292,7	997,7	295,0	273,2	47,2	42,1	22,7	21,0	1,7	1,5
	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	10,1	5,8	11,2	7,7	7,4	8,7	9,2	-1,9	0,4	-0,3	-0,2	-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	11,5	7,4	12,2	12,2	10,0	20,4	14,1	-1,8	0,3	1,6	0,5	1,2	0,5
II	9,9	6,3	11,9	10,0	7,9	18,0	12,6	-1,6	0,7	1,5	0,5	1,1	0,4
III	10,4	6,2	14,5	10,7	8,5	18,8	13,4	-1,9	1,5	1,6	0,6	1,1	-0,2

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

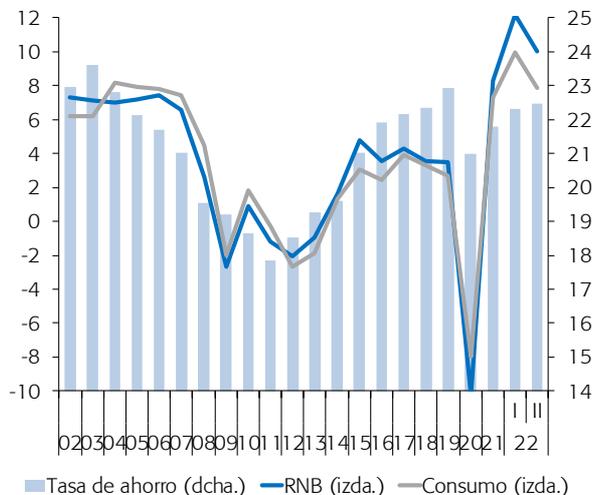
**Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro**

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



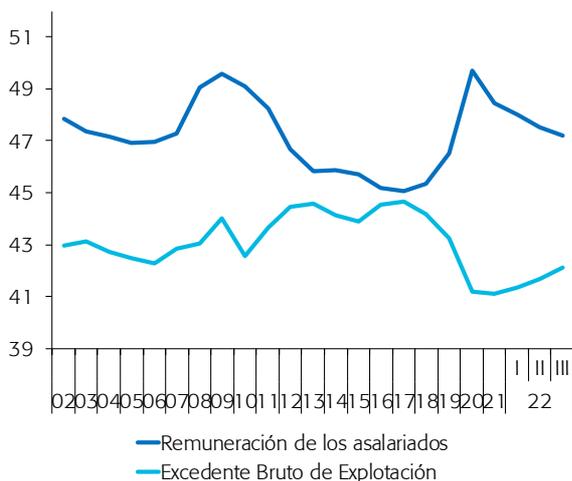
**Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro**

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



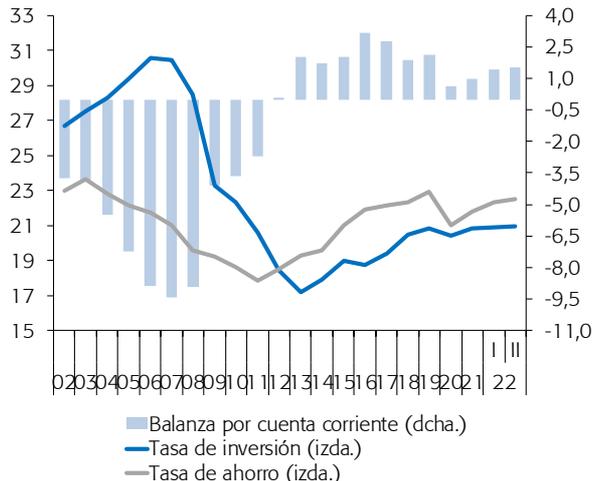
**Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta**

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

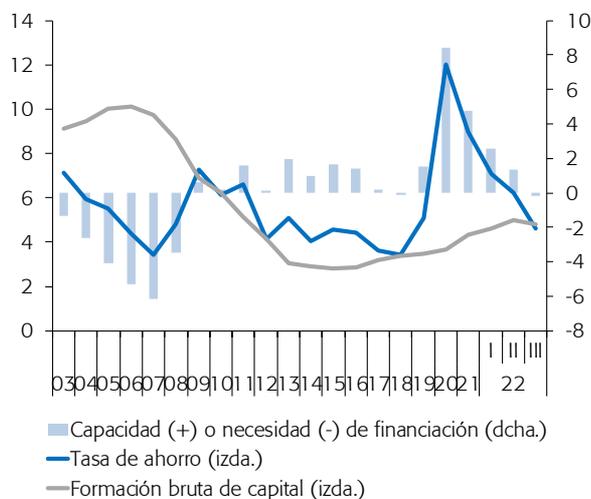
Previsiones en azul

	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	804,7	753,4	48,3	55,8	6,0	4,2	-0,6	283,4	191,9	179,6	14,4	13,5	1,2
2023	839,6	796,0	40,6	51,3	4,8	3,7	-0,8	297,5	207,8	200,9	14,9	14,4	0,8
2020 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
III	808,6	746,3	60,0	62,7	7,4	4,8	-0,2	277,4	192,9	170,4	14,8	13,1	2,3
	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	2,0	11,0	-55,4	7,0	-7,7	-0,1	-5,4	19,8	17,6	11,4	0,9	0,2	0,4
2023	4,3	5,7	-16,0	-8,0	-1,2	-0,5	-0,1	5,0	8,3	11,8	0,4	0,9	-0,5
2020 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
III	3,7	13,1	-48,9	37,5	-7,7	0,9	-6,3	23,8	23,9	9,6	1,6	-0,1	1,8

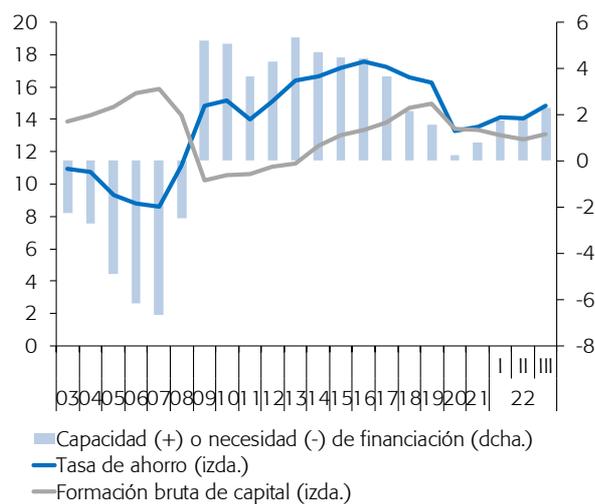
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

**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

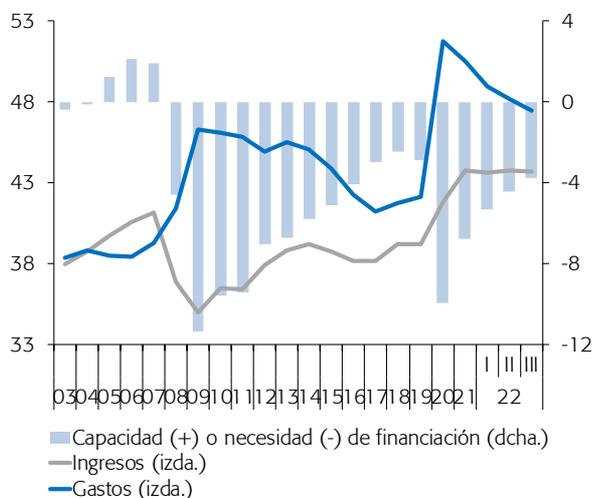
Previsiones en azul

	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		
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>														
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	167,8	161,8	178,8	64,9	573,4	152,4	76,9	31,4	267,7	49,9	45,6	623,9	-50,5	-50,5
2023	179,1	161,1	184,4	62,5	587,1	157,0	80,5	36,4	288,7	45,7	38,8	647,1	-60,0	-60,0
2020 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
III	161,6	160,4	177,6	68,9	568,6	151,0	75,4	29,3	265,6	51,4	45,9	618,6	-50,0	-48,8
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>														
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	12,6	12,2	13,5	4,9	43,1	11,5	5,8	2,4	20,1	3,8	3,4	46,9	-3,8	-3,8
2023	12,8	11,5	13,2	4,5	42,0	11,2	5,8	2,6	20,7	3,3	2,8	46,3	-4,3	-4,3
2020 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	13,8	5,5	43,7	11,8	5,8	2,2	20,8	4,4	3,4	48,3	-4,5	-4,5
III	12,4	12,3	13,7	5,3	43,7	11,6	5,8	2,3	20,4	3,9	3,5	47,5	-3,8	-3,8

Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

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

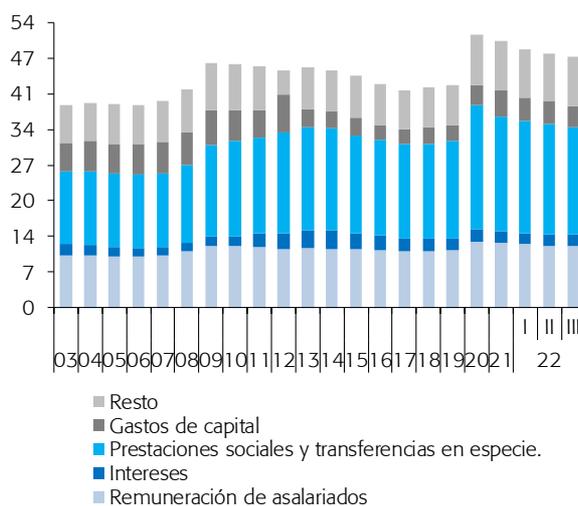
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(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

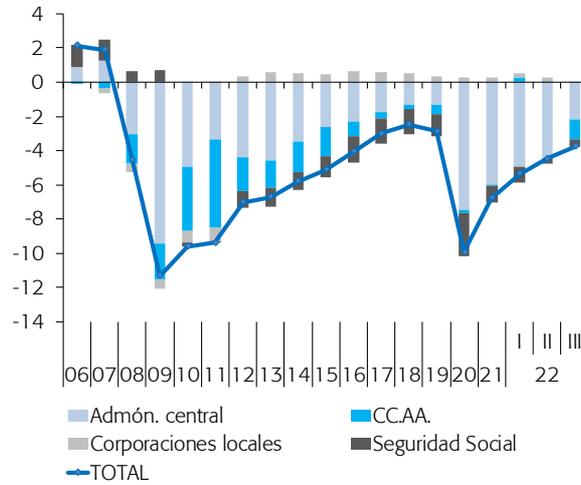
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. central	CC. AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA. PP.	Admón. central	CC. AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA. PP. consolidado
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>				
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	--	--	--	--	-50,5	--	--	--	--	1.477,7
2023	--	--	--	--	-60,0	--	--	--	--	1.538,2
2020 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	-61,2	3,1	3,2	-11,3	-66,2	1.306,7	309,7	22,4	99,2	1.453,9
II	-56,5	0,2	3,6	-4,2	-56,9	1.326,1	316,7	22,8	99,2	1.475,4
III	-28,3	-14,8	-0,2	-5,5	-48,8	1.359,1	314,8	22,3	99,2	1.503,8
	<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>Porcentaje del PIB</b>				
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	--	--	--	--	-3,8	--	--	--	--	111,2
2023	--	--	--	--	-4,3	--	--	--	--	110,1
2020 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	0,2	0,3	-0,9	-5,3	105,6	25,0	1,8	8,0	117,5
II	-4,4	0,0	0,3	-0,3	-4,5	104,2	24,9	1,8	7,8	116,0
III	-2,2	-1,1	0,0	-0,4	-3,8	104,7	24,2	1,7	7,6	115,8

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

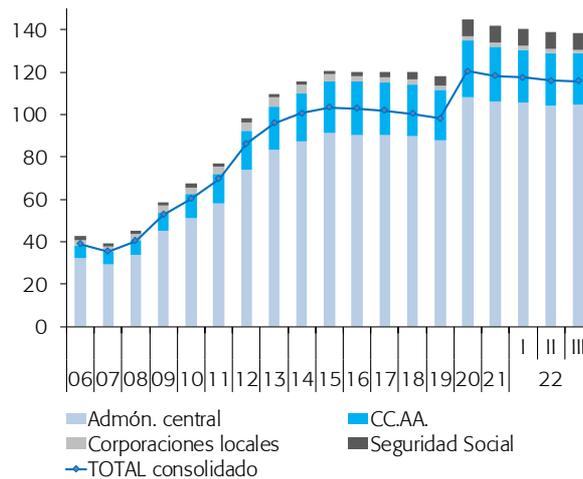
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

**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

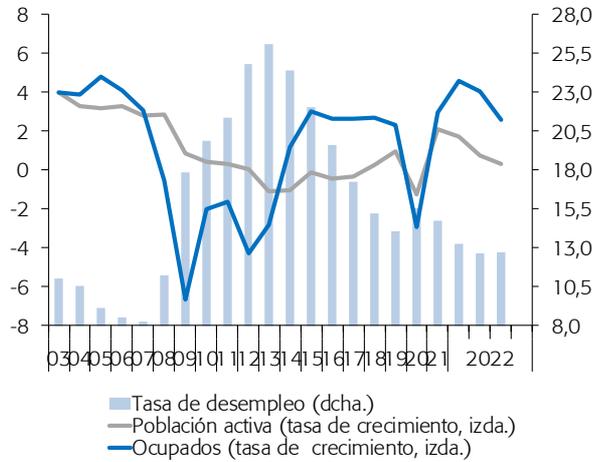
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
<b>Millones</b>								<b>Porcentaje</b>						
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	23,4	--	20,4	--	3,0	--	58,6	51,1	12,8	--	--	--	
2023	40,0	23,4	--	20,5	--	2,9	--	58,5	51,3	12,3	--	--	--	
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
<b>Tasas de crecimiento (d)</b>								<b>Diferencia sobre el año anterior en pp</b>						
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	0,8	--	3,1	--	-12,8	--	0,1	1,3	-2,0	--	--	--	
2023	0,4	0,0	--	0,6	--	-3,9	--	-0,2	0,1	-0,5	--	--	--	
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.

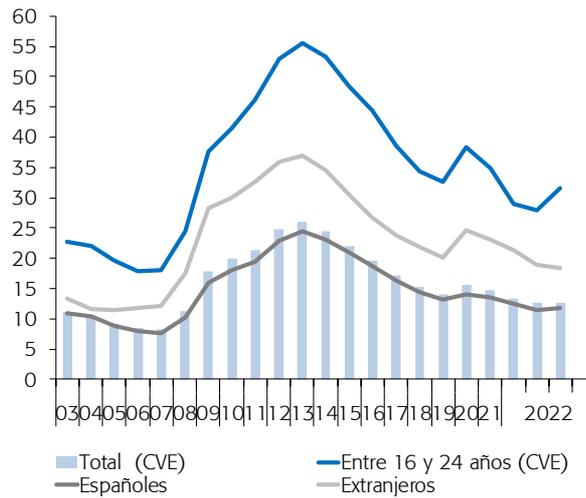
### Gráfico 8.1.- Población activa, empleo y desempleo, CVE

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**

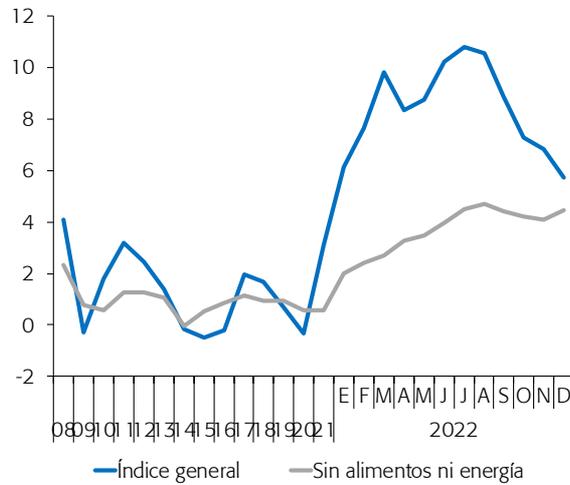
Previsiones en azul

	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	
<b>Índices, 2021 = 100</b>										
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	108,4	103,7	105,2	104,2	103,3	110,6	110,9	127,9	110,7	
2023	112,5	107,3	111,1	107,7	107,0	125,6	120,6	113,3	123,8	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
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	8,4	3,7	5,2	4,2	3,3	10,6	10,9	27,9	10,7	
2023	3,8	3,5	5,6	3,3	3,6	13,5	8,8	-11,5	11,9	
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	6,8	4,1	6,3	4,6	3,8	14,7	12,6	4,5	14,0
	Dic	5,7	4,4	7,0	5,2	4,0	16,4	11,4	-6,9	14,7
2023	Ene	5,3	4,0	6,9	4,1	3,9	17,7	12,3	-9,9	15,8
	Feb	5,1	4,0	6,8	3,9	4,0	17,1	13,3	-10,9	15,8
	Mar	2,8	4,0	6,7	3,9	4,1	17,0	11,5	-24,0	15,1
	Abr	4,2	3,7	6,1	3,9	3,6	14,9	8,3	-10,9	12,6
	May	3,8	3,6	5,8	3,8	3,5	13,9	8,9	-12,5	12,2
	Jun	2,3	3,4	5,5	3,5	3,3	13,4	6,8	-19,5	11,1
	Jul	2,2	3,3	5,3	2,6	3,7	12,9	7,0	-19,4	10,8
	Ago	2,2	3,3	5,3	2,5	3,8	12,7	7,2	-19,2	10,8
	Sep	3,1	3,3	5,3	2,6	3,6	12,7	7,6	-13,4	10,9
	Oct	4,2	3,2	5,1	3,1	3,3	12,1	7,2	-4,4	10,4
	Nov	5,1	3,2	4,8	3,3	3,2	10,8	8,3	3,8	9,9
	Dic	5,4	2,9	4,1	2,6	3,1	8,6	7,6	11,9	8,3

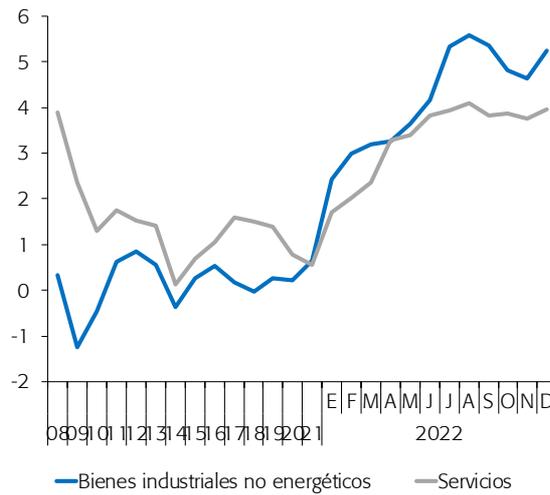
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

**Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)**

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

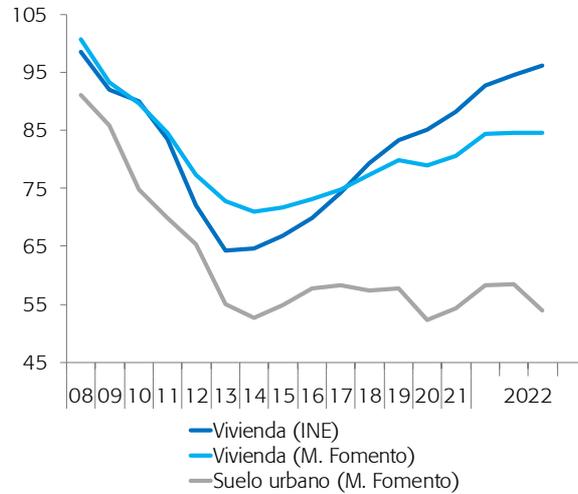
## Otros indicadores de precios y costes

	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)	111,3	157,8	125,1	94,5	84,5	56,9	157,4	154,6	166,0	172,2	--
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	110,5	147,1	119,6	92,7	84,3	58,3	154,2	150,3	166,2	165,5	--
II	111,0	158,7	126,4	94,5	84,6	58,4	162,3	161,3	165,3	172,8	--
III	112,5	165,4	127,4	96,2	84,6	53,9	155,7	152,2	166,5	178,3	--
IV (b)	--	161,2	128,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2022 Sep	--	166,9	127,6	--	--	--	--	--	--	--	--
Oct	--	163,0	128,1	--	--	--	--	--	--	--	--
Nov	--	159,4	128,4	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Tasas de crecimiento interanuales (c)</b>											
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)	3,8	37,8	13,9	8,1	5,6	6,9	4,2	4,5	3,2	1,4	2,8
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	3,9	43,9	15,4	8,0	5,5	0,2	3,8	4,3	2,2	1,2	2,5
III	4,1	40,0	14,3	7,6	4,7	2,9	4,0	4,1	3,9	1,8	2,6
IV (e)	--	21,3	12,1	--	--	--	--	--	--	--	2,8
2022 Oct	--	35,6	13,9	--	--	--	--	--	--	--	2,6
Nov	--	25,0	13,2	--	--	--	--	--	--	--	2,7
Dic	--	20,7	12,1	--	--	--	--	--	--	--	2,8

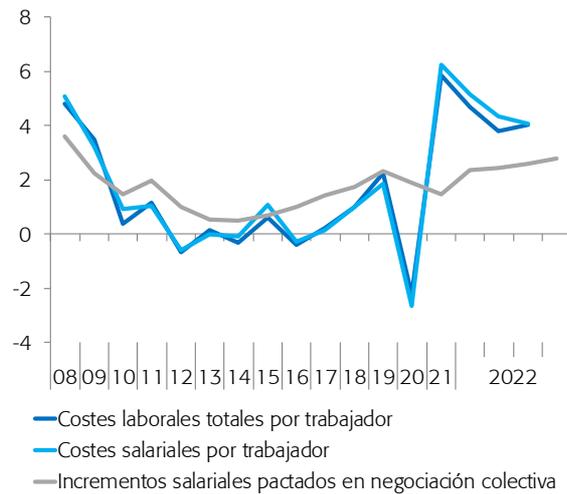
(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento sobre el trimestre anterior para datos trimestrales, y tasa de crecimiento sobre el mes anterior para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año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

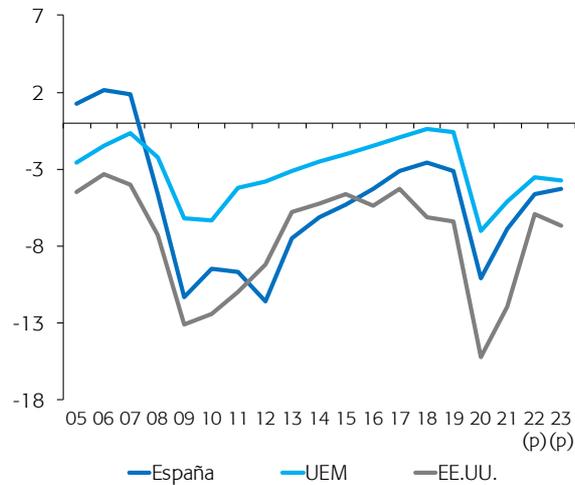
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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.
<b>Miles de millones de moneda nacional</b>									
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
<b>Porcentaje del PIB</b>									
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.

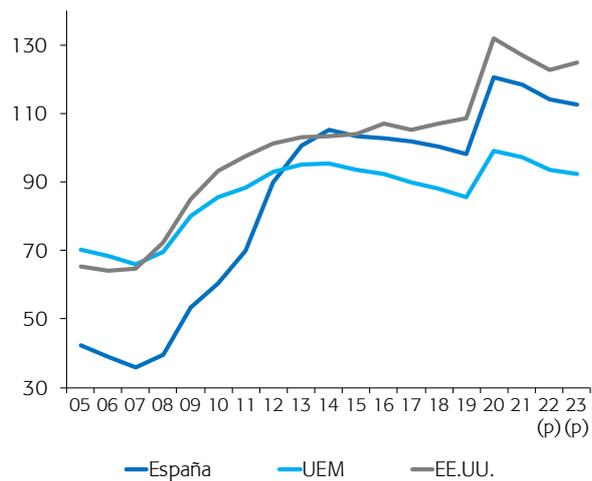
Porcentaje del PIB



(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*	19.083	2,49		
Fuentes:	EPA	EPA	EPF	EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Matrimonios del mismo sexo (%)
2008	8,5	8,4	2,39	32,4	30,2	1,6
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,9
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,0
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,1
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,3
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,5
2017	7,4	7,0	2,11	35,3	33,2	2,7
2018	7,1	6,6	2,04	35,6	33,4	2,9
2019	7,1	6,7	1,95	36,0	33,9	3,1
2020	3,8	4,1	1,63	37,1	34,9	3,5
2021	6,3	5,6	1,83	36,8	34,6	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	49,3	10,7	67,2
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-septiembre.

Cuadro 3

## Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2014	24,4	6,1	27,2	42,3
2015	23,3	6,6	27,5	40,9
2016	22,4	6,6	28,1	40,7
2017	21,4	6,6	28,5	41,2
2018	20,5	6,4	29,2	42,4
2019	19,3	6,3	30,3	44,7
2020	17,7	6,1	31,3	44,8
2021	16,4	5,8	32,3	46,7
2022■	16,1	5,7	32,6	49,3
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	55.184	4,94
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-septiembre.

Cuadro 4

## Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019	807.614	6.038.326	1.138	957.500	975	2.361.620	712
2020	1.828.489	6.094.447	1.162	952.704	985	2.352.680	725
2021	922.856	6.165.349	1.190	949.765	994	2.353.987	740
2022	765.874■	6.253.797	1.254	951.067	1035	2.351.703	778

Fuentes: INEM INSS INSS INSS INSS INSS INSS

	Prestaciones no contributivas/asistenciales				
	Desempleo	Seguridad Social			Otras
		Jubilación	Invalidez		
Número	Número	Número	Número	Número	
2008	646.186	265.314	199.410	63.626	
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535	
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310	
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842	
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643	
2016	997.192	254.741	199.762	21.350	
2017	902.193	256.187	199.120	19.019	
2018	853.437	256.842	196.375	16.472	
2019	912.384	259.570	193.122	14.997	
2020	1.017.429	261.325	188.670	13.373	
2021	969.412	262.177	184.378	11.892	
2022■	882.293	265.716	180.197	10.677	

Fuentes: INEM IMSERSO IMSERSO IMSERSO

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

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

■ Los datos se refieren al período enero-noviembre.

Cuadro 5

## Protección social: sanidad

	Gasto		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".

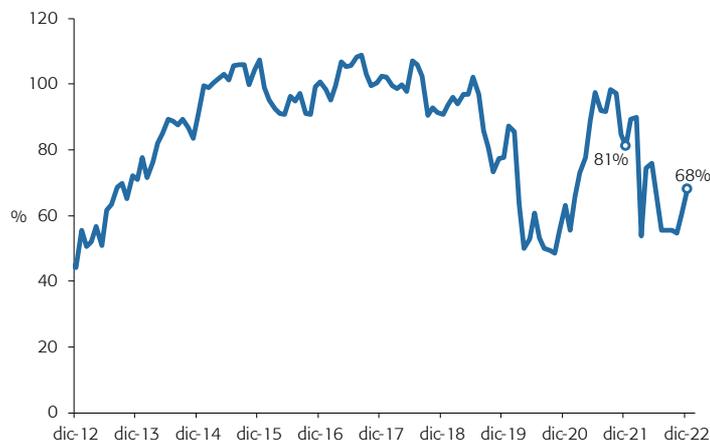
• Datos provisionales.

## 2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

### Evolución del ICC (diciembre 2012-diciembre 2022)

El ICC acaba el año 2022 trece puntos por debajo de 2021.



*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](http://www.cis.es)).

## 2. FLASH SOCIAL. La intensificación de la preocupación de los españoles por la sanidad: creciente y previa a la pandemia

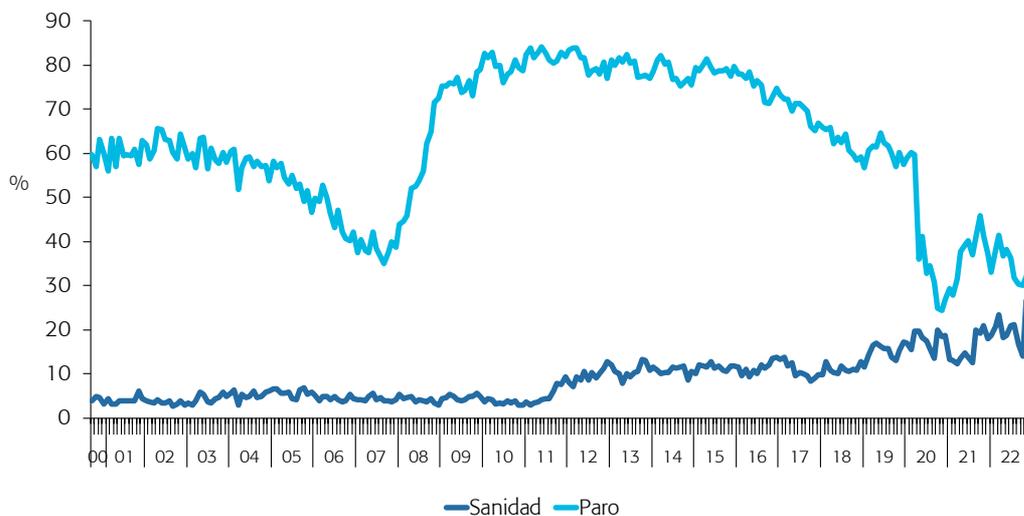
Desde principios de este siglo, la preocupación de los españoles por la sanidad ha pasado por tres fases, como permiten comprobar los barómetros de opinión mensuales del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), en los que se pide a los entrevistados que, espontáneamente, indiquen los principales problemas actuales de España. En la primera fase, que se extiende desde el arranque del año 2000 hasta el otoño de 2011, las menciones a la sanidad se situaron entre el 3 y el 6 %. A esta fase de “reducida preocupación” siguió otra, hasta la primavera de 2019, en la que aumentó la consideración de la sanidad como uno de los tres principales problemas del país, oscilando entre el 7 y el 14 % la proporción de entrevistados que así lo señalaron. Tras esta segunda fase de “moderada preocupación”, a partir de abril de 2019 (coincidiendo con el proceso de elecciones generales celebradas ese mismo mes), las menciones a la sanidad como uno de los principales problemas del país han adquirido un volumen mayor y, en bastantes meses, han llegado a superar el 20 % (Gráfico 2).

Así pues, la intensificación de la preocupación de la sociedad española por la sanidad se ha ido evidenciando desde la segunda década de este siglo, y ya antes de la pandemia mostraba una tendencia al alza. Ahora bien, cuando la evolución de las menciones a la sanidad como uno de los tres principales de España se compara con la evolución de las menciones al paro, se aprecia que, desde la declaración de la crisis sanitaria, unas y otras –muy distanciadas durante años– se han aproximado. Los datos indican, por tanto, que la pandemia ha reducido el diferencial respecto a la valoración del desempleo y de la sanidad, aumentando la preocupación por la segunda y disminuyendo la preocupación por el primero (Gráfico 2).

Al fijar la atención en las respuestas a esta misma pregunta durante el periodo que transcurre entre junio de 2020 (fin del estado de alarma por la emergencia sanitaria) y diciembre de 2022, se aprecia la mayor preocupación de las mujeres por la sanidad (Gráfico 3). Invariablemente ellas incluyen con mayor frecuencia que ellos la sanidad entre los principales problemas de España. En cambio, el efecto de la edad de los entrevistados no resulta tan claro ni consistente. Sí llama la atención el aumento entre la población de 65 o más años de las menciones a la sanidad como problema del país (12% en el verano de 2020; 16% en diciembre de 2022). Preguntados por los principales problemas actuales de España, también los entrevistados de este grupo de edad citan más frecuentemente el desempleo que la sanidad, pero la conciencia de la sanidad como problema muestra una tendencia ascendente y, en todo caso, supera ampliamente a la conciencia del problema de las pensiones (Gráfico 4).

Gráfico 2

### La percepción de la sanidad y el paro como problemas de España (2000-2022)

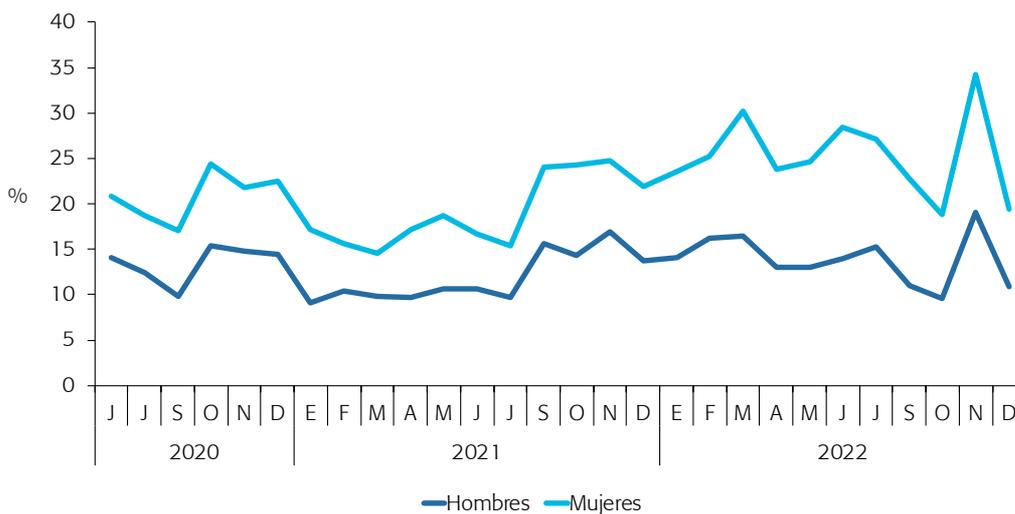


Pregunta: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" [Suma de las respuestas a las tres preguntas].

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

Gráfico 3

### La percepción de la sanidad como problema de España, por sexo (junio 2020-diciembre 2022)

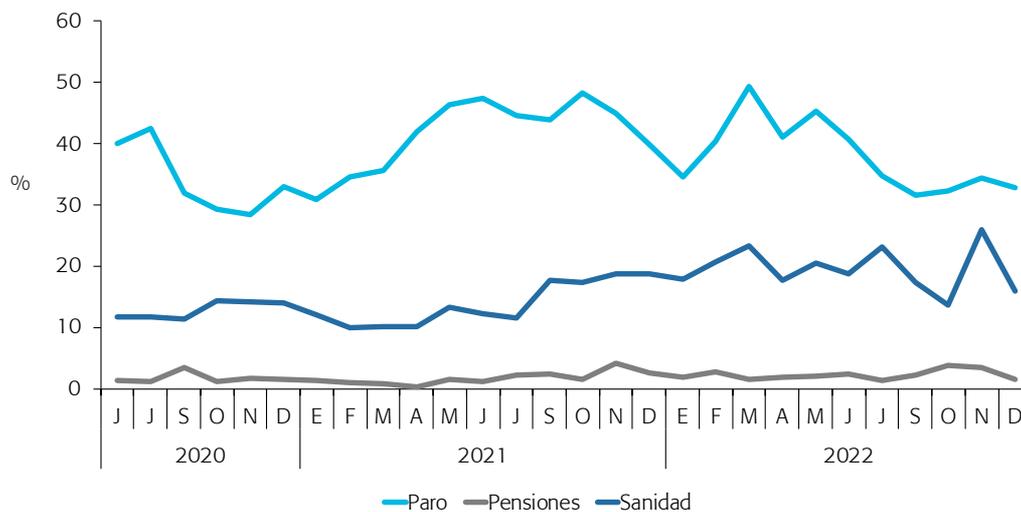


Pregunta: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" [Suma de las respuestas a las tres preguntas].

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

Gráfico 4

### La percepción de la sanidad, el paro y las pensiones como problemas de España (población de 65 o más años, junio 2020-diciembre 2022)



Preguntas "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" [Suma de las respuestas a las tres preguntas].

Fuente: CIS ([www.cis.es](http://www.cis.es)), barómetros de opinión.



## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de enero de 2023

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes ( % var. mensual medio)	-0,05	Octubre 2022
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito ( % var. mensual medio)	1	Octubre 2022
Dudosos ( % var. mensual medio)	-0,5	Octubre 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	1.638.831	Diciembre 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	192.970	Diciembre 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	5	Diciembre 2022
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" ( %)	43,55	Septiembre 2022
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	13.518,25	Septiembre 2022
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	124.535,95	Septiembre 2022
Ratio "oficinas/entidades"	92,77	Septiembre 2022

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 diciembre	2024 15 enero	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	2.132	2.288	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,8	-0,499	-0,501	3.291	3.325	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	3,4	3,2	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	3,8	1,3	-	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": los bancos centrales siguen manteniendo una política monetaria de tono restrictivo dada la evolución de la inflación, aún en niveles elevados. Los tipos de interés, tanto en Estados Unidos como en la eurozona, han continuado aumentando, aunque en ambos casos se ha anticipado que esta pauta se podría suavizar a medio plazo. En este entorno, el euríbor a 3 meses ha subido desde el 2,132 % de diciembre al 2,288 % de mitad de enero, mientras que el euríbor a 12 meses se ha incrementado del 3,291 % al 3,325 % en el mismo período. En la primera mitad de enero, la rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha pasado del 3,4 % de diciembre al 3,2 % de mitad de enero.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 octubre	2022 noviembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	36,1	28,8	27,9	33,67	33,35	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	23,3	18,5	14,1	12,53	10,46	(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	0,78	0,80	(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	0,19	0,30	(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	0,85	1,36	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Tipo de interés de las obligaciones del Estado a 10 años	BE	3,44	0,42	0,39	3,23	2,90	Tipo medio ponderados de las subastas de obligaciones del Estado a 10 años
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,1	-0,6	1,3	6,4	4,2	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	2,1	10,7	0,5	-1,21	17,3	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1000,5	718,9	861,3	792,16	877,22 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.656,7	7.347,3	8.771,5	7.956,5	8.881,7 (a)	Con base dic1989=3000

**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 octubre	2022 noviembre	Definición y cálculo
16. Nasdaq	NASDAQ	3.452,8	12.888,2	15.644,9	10.988,1	11.079,16 (a)	Índice compuesto NASDAQ
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	15,4	15,1	21,1	15,5	15,8 (a)	Variación para todas las bolsas
18. Deuda privada a corto plazo. Saldo vivo (% var.)	BE	0,8	0,6	2,4	-11,05	11,1	Variación del saldo vivo de la deuda a largo plazo de sociedades no financieras
19. Deuda privada a largo plazo. Saldo vivo (% var.)	BE	1,0	1,1	0,9	-0,15	0,45	Variación del saldo vivo de la deuda a corto plazo de sociedades no financieras
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	0,1	5,1	2,1	2,3	-15,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	13,8	35,4	21,1	0	-44,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de enero de 2023.

Comentario "Mercados financieros": en la primera mitad de enero, los índices bursátiles han experimentado una importante subida, que en caso del IBEX llega hasta el 8 %, con respecto a los valores que cerraron el año, recuperando las pérdidas de 2022. El IBEX-35 se sitúa en los 8.881,7 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 877,22 puntos. Por su parte, en el mes de noviembre (último dato disponible) se produjo una ligera disminución en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 33,35 %). Por otro lado, se produjo una disminución en la ratio de contratación de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 10,46 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 disminuyeron un 15,7 % mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice bajaron un 44,4 % con respecto al mes precedente

**C. Ahorro y endeudamiento financiero**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2019	2020	2021	2022 (2T)	2022 (3T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-1,1	1,2	1,9	1,7	1,5	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	1,5	1,0	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	296,5	287,4	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

**C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2019	2020	2021	2022 (2T)	2022 (3T)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	63,1	62,5	58,4	56,5	54,4	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	0,9	1,8	2,7	-0,2	-2,0	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	-1,1	0,3	0,8	1,8	-1,7	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": en el tercer trimestre de 2022, el ahorro financiero en el conjunto de la economía disminuyó hasta el 1,5 % del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 1 % del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas ha disminuido hasta el 54,4 % del PIB.

**D. Entidades de depósito. Evolución del negocio**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 septiembre	2022 octubre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	5,2	-0,1	0,2	-0,2	-0,05	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	0,2	-1,0	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	2,2	0,8	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	-0,7	0,7	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	2,4	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 septiembre	2022 octubre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-0,8	-0,4	-2,0	-0,5	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	2,2	-0,4	0,6	22,2	-4,2	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	0,3	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 octubre, último dato disponible, se observó una ligera caída del crédito al sector privado del 0,05 %. Los depósitos cayeron en un 1 %. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 0,8 % mientras que las acciones y participaciones lo hicieron un 0,7 %. Asimismo, se produjo una reducción en el volumen de préstamos dudosos del 0,5 % con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	media 2000-2019	2020	2021	2022 junio	2022 septiembre	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	81	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	18,025	17,813	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	2.192.111	1.638.831 (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	192.970 (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 junio	2022 septiembre	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de euros)	BE	24.751	3	16	16	5 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2021.

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

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": en diciembre de 2022, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 192.970 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 diciembre de 2022, su valor en España era de 624.428 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 (2T)	2022 (3T)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	46,86	54,90	54,18	46,74	43,55	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	13.574,33	13.518,25	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	123.229,69	124.535,95	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	181,61	116,74	98,01	93,88	92,77	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,01	8,1	9,2	9,1	9,2	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,04	-2,4	0,6	0,5	0,3	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,41	0,4	0,5	0,5	0,6	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	5,55	-0,7	6,9	7,7	8,9	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 tercer trimestre de 2022, se produjo una mejora relativa de la rentabilidad en el sector bancario español.

## PUBLICACIONES DE FUNCAS

### Últimos números publicados:

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 173. La economía española durante la pandemia

#### PANORAMA SOCIAL

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

#### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 291. Presupuestos 2023 y nuevos escenarios monetarios

#### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 11, N.º 6 (2022). A preview and assessment of Spain's budget for 2023

#### PAPELES DE ENERGÍA

N.º 19. diciembre (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)**

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

**[publica@funcas.es](mailto: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](http://www.funcas.es/Publicaciones)



ISSN: 2254-3422



97722543427