

Banca, rentabilidad y tipos de interés

El euríbor y las hipotecas

El empleo en 2022

La rentabilidad de la banca
en perspectiva

Inflexión entre
la banca europea
y la estadounidense

La deuda de las
comunidades autónomas

La nueva curva de tipos
de interés del euro

La banca en la sombra

INDICADORES
ECONÓMICOS, SOCIALES
Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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

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

Diseño
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

ISSN: 2254-3422

© Funcas

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

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

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

293

marzo/abril 2023

CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	El euríbor y las hipotecas <i>Raymond Torres</i>
	7	El empleo en 2022: entre la resiliencia y la incógnita de los datos <i>María Jesús Fernández</i>
	13	La rentabilidad de la banca en España: un debate con necesidad de perspectiva <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	19	Inflexión entre la banca europea y la estadounidense <i>Marta Alborni, Ángel Berges y María Rodríguez</i>
	27	La deuda de las comunidades autónomas: evolución reciente y perspectivas <i>Santiago Lago Peñas</i>
	35	La nueva curva de tipos de interés del euro: ¿pivotando sobre el largo plazo? <i>Ignacio Ezquiaga y José Manuel Amor</i>
	43	<i>Shadow banking</i>: una distorsión de negocio bancario <i>Francisco del Olmo, Diego Aires, Fernando Rojas y Antonio Mota</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	54	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	77	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	85	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

Las turbulencias financieras que han afectado a algunos bancos medianos norteamericanos y a uno de los mayores bancos de Suiza han elevado la incertidumbre sobre la evolución de la economía en los próximos meses y, en particular, sobre la continuidad de las subidas de los tipos de referencia y de la retirada de liquidez que cabía anticipar en la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) hace tan solo unas semanas. Si bien cabe relacionar la mayor parte de la inestabilidad con factores idiosincrásicos de los bancos afectados, las cotizaciones bursátiles de los bancos europeos y españoles, que presentaban un perfil ascendente desde mediados de 2022, se han visto dañadas por este inesperado escenario de tensión en los mercados. Los trabajos que forman parte de este número de *Cuadernos de Información Económica* fueron redactados, en su mayor parte, antes de que se desatasen los problemas señalados. En todo caso, los acontecimientos de las últimas semanas ponen de manifiesto que las subidas de tipos de interés tienen, o pueden tener, efectos contrapuestos en la rentabilidad y el riesgo bancario.

El primero de los artículos analiza el impacto de la subida del euríbor en el coste de las hipotecas por compra de vivienda, un tema que ha sido objeto de atención frecuente aunque no siempre con la precisión que se requiere. Porque la disparidad de situaciones aconseja tener en cuenta factores diferenciales como la antigüedad del préstamo, el remanente de deuda, la referencia de tipo de interés o los ingresos del hogar. El trabajo de RAYMOND TORRES descifra sucesivamente todos estos factores condicionantes. Así por ejemplo, atendiendo a que el saldo vivo medio se sitúa en unos 82.700 euros, cada punto de incremento del euríbor encarece la cuota mensual en cerca de 43 euros, para

una hipoteca contraída a un plazo de 25 años. Esta estimación difiere de los análisis basados en el coste soportado por las hipotecas recientemente suscritas y que apenas han empezado a amortizarse. Para estas, el coste del incremento del euríbor subiría hasta los 73 euros mensuales. En conjunto, de los 5,7 millones de préstamos en vigor, se puede estimar que algo más de la mitad —aquellos con una antigüedad superior a 5 años— se verán relativamente poco afectados. El impacto de la subida de tipos será en cambio mayor para el resto de las hipotecas, cuyo número se eleva a cerca de 2,6 millones, de los cuales cerca de la mitad son a tipo variable o mixto. Y en lo que respecta a los hogares que se enfrentan a los mayores problemas, habida cuenta de la proporción de hogares endeudados en los dos quintiles inferiores, y bajo la hipótesis de una distribución de la deuda por años de antigüedad equiparable a la que se observa para la población en general, se puede estimar que el número de familias vulnerables ante el alza del euríbor se eleva a 260.000.

En el comportamiento del mercado de trabajo a lo largo del año 2022 deben destacarse dos factores principales: por una parte, la propia evolución de la economía y su relación con la creación de empleo, y por otra, los primeros efectos de la reforma laboral de 2021 sobre el tipo de contratos. El crecimiento continuado del empleo por encima del crecimiento del PIB constituye, como apunta MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ en su artículo, uno de los rasgos más destacables de la economía española en el periodo pospandemia. Es posible, también, que este hecho responda, al menos en parte, al afloramiento de empleo sumergido, como pone de relieve el mayor dinamismo de la afiliación que el de la población ocupada que recoge la *Encuesta de Población Activa*. Incluso cuando la actividad económica

se desaceleró en la segunda mitad del año 2022 el empleo siguió creciendo a tasas más elevadas que el PIB. Llama la atención, sin embargo, que aunque el número de personas ocupadas supera las cifras prepandemia, no sucede lo mismo con las horas trabajadas, lo que implica que ha existido un descenso en la jornada semanal media efectiva. En cuanto al tipo de relación laboral, la reforma aprobada en 2021 favoreció un intenso trasvase de contratos temporales a contratos indefinidos, con especial incidencia en la figura de los fijos discontinuos, que prácticamente duplicaron su peso relativo en el total de contratos indefinidos. Como resultado, la tasa de temporalidad descendió hasta el 15 % a finales de 2022 frente al 27 % de años anteriores, lo que refleja la mayor estabilidad de la relación laboral si bien en el caso de los trabajadores fijos discontinuos la naturaleza de su actividad seguiría siendo temporal.

Los resultados de la banca española en 2022, presentados a comienzos de este año, muestran una más que notable recuperación tras la crisis pandémica de la mano, aunque solo en parte, de las subidas de tipos de interés de mercado, que se han anticipado a las aprobadas por el BCE. Sin embargo, como advierten SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, conviene situar los datos en perspectiva, y al respecto hay que recordar que desde la crisis financiera internacional los bancos arrastran problemas de rentabilidad que se reflejan también en cotizaciones bursátiles por debajo de su valor en libros. El entorno del negocio era ya incierto precisamente por la subida de tipos y la incertidumbre económica, y lo es aún más tras las recientes turbulencias financieras. La restricción crediticia, que ya estaba operando por el endurecimiento de las condiciones establecidas por las entidades financieras y las subidas de tipos, se verá probablemente agravada por una inclinación aún mayor hacia posiciones de prudencia en la concesión en un contexto de pérdida del valor latente de determinados activos en poder de los bancos. La generación futura de beneficios puede verse ralentizada, por tanto, por el estancamiento del crédito, en tanto que el camino por recorrer en el beneficio por acción y en la cotización de los valores bancarios podría ser aún más largo a partir de los hechos recientes.

En términos comparativos, la banca europea y española presentan niveles de rentabilidad y valoración en bolsa por debajo de la banca norteamericana, pero la brecha es ahora muy inferior a la que ha venido existiendo de forma sistemática durante la última década. El artículo de MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ sugiere la existencia de elementos

estructurales que justificarían esa convergencia. La recuperación de la rentabilidad (*ROE*) tras el primer año de pandemia ha sido más sostenida en Europa y en España, mientras en Estados Unidos registraba un comportamiento más volátil relacionado con el componente de deterioros y saneamientos de su cuenta de resultados: reversión de dotaciones en 2021 y nuevas necesidades en 2022 por el nuevo contexto de incertidumbre. La banca española y europea, en cambio, presenta un perfil más conservador en esta materia y, en consecuencia, más estable en cuanto a provisiones y su liberación. Gracias a ello se pudo capitalizar el efecto favorable de las subidas de tipos sobre el margen de negocio y reducir la diferencia con la banca norteamericana.

La finalización de los programas de compra de deuda por parte del BCE, la subida de tipos de interés y el regreso de las reglas fiscales en la Unión Europea van a dar lugar a un cambio en las condiciones de financiación de las comunidades autónomas españolas, cuyo acceso a los mercados quedó en segundo término gracias a los mecanismos extraordinarios de financiación creados por el Estado, como se expone en el artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS. Por el momento, a pesar de las enormes diferencias en los ratios de endeudamiento entre comunidades, el rango de los *ratings* crediticios es bastante limitado, precisamente por las garantías del Tesoro y la posible existencia de expectativas de rescate si ello fuera necesario. Cabe plantearse, sin embargo, cómo afrontar un horizonte sin mecanismos extraordinarios de financiación y de retorno a los mercados, a partir de soluciones que tengan en cuenta las posibilidades de cada comunidad para soportar la carga de la deuda y de una reforma que mejore el sistema de financiación autonómica.

El endurecimiento de la política monetaria del Banco Central Europeo en el nuevo escenario de inflación de la eurozona ha desplazado la curva de tipos de interés del euro y ha convertido en negativa su pendiente desde el verano de 2021, un fenómeno que ha afectado más a los mercados de deuda pública que a los de *swaps* de tipos de interés. La pregunta que se formulan IGNACIO EZQUIAGA y JOSÉ MANUEL AMOR es cómo deben interpretarse estos cambios y qué cabe esperar de la trayectoria de los tipos a medio y largo plazo, que son los que condicionan las decisiones de los agentes económicos. Todo apunta a que, para una misma expectativa de evolución de los tipos a corto, una rápida reducción del balance del BCE elevaría el nivel de los tipos a largo plazo, pero podría generar tensiones en las primas de riesgo de algunos países. Es este un

factor determinante que tendrá mucho que ver con las expectativas de inflación a largo plazo —ancladas o no en torno al 2 %— y sobre el que también pivotará el comportamiento del tipo natural real a largo plazo, más vinculado a variables estructurales. Por el momento, las subidas de los tipos de referencia descontadas por la curva de rendimientos del euro, que llevarían hasta un 3,5 % en junio de 2023 antes de los recientes episodios de crisis de algunos bancos, han situado los tipos reales a largo plazo por encima de los tipos reales naturales, en cifras comparativamente altas de la última década, aunque todavía bajas en términos históricos.

Algo más de la tercera parte de los activos financieros en las economías avanzadas corresponde a las denominadas “Otras instituciones financieras”, entidades entre las que se incluyen los fondos de inversión, *hedge funds*, fondos monetarios, fondos de inversión inmobiliaria, vehículos estructurados, *trust companies* y otras. Aunque no todas pueden considerarse banca en la sombra —el propio Consejo de Estabilidad Financiera (*FSB* por sus siglas en inglés) ha dejado de catalogarlas bajo esa denominación— algunas de ellas

realizan actividades de crédito hacia la economía real sin estar sometidas a la regulación y supervisión de las entidades bancarias, porque su financiación no se realiza directamente a través de depósitos. Desde la crisis financiera de 2007-2008, los procesos de globalización e innovación financiera, junto con las tendencias regulatorias han impulsado su importancia relativa en el sistema financiero internacional, aumentando también la preocupación sobre su papel como factor de inestabilidad financiera. El artículo de FRANCISCO DEL OLMO, DIEGO AIRES, FERNANDO ROJAS y ANTONIO MOTA investiga los factores determinantes de la banca en la sombra estableciendo una comparación entre la eurozona y Estados Unidos. Sus resultados, sujetos en todo caso a las limitaciones de la información disponible, sugieren la existencia de diferencias relevantes entre ambas áreas geográficas: la regulación, la rentabilidad o la evolución de los tipos de interés estarían operando con distinta intensidad en el tamaño que alcanza la banca en la sombra. Pero también se pone de manifiesto el papel que desempeñan la regulación y la supervisión frente a este conjunto de alternativas de financiación que, por su propio modelo de negocio, llevan asociados importantes riesgos.

El euríbor y las hipotecas

Raymond Torres*

El impacto del alza del euríbor en las cuotas de los préstamos hipotecarios para vivienda depende principalmente del saldo vivo de la deuda a que se enfrentan los hogares. Si bien la hipoteca media de nueva contratación se sitúa cerca de los 145.000 euros, el saldo pendiente de amortización en las hipotecas suscritas con anterioridad se reduce hasta los 82.700 euros. Las circunstancias, por tanto, son muy dispares según la antigüedad del préstamo, del mismo modo que la vulnerabilidad de las familias está también determinada por su nivel de ingresos. En conjunto, la subida del euríbor ha enfriado el mercado de la vivienda –las compraventas se han desacelerado y la curva de precios empieza a doblarse–, si bien de momento no puede decirse que plantee un riesgo macroeconómico excesivo. En un plazo más largo, la clave estará en la evolución del empleo, principal determinante de la capacidad de devolución de los préstamos por parte de las familias. No obstante, los hogares endeudados a tipo variable en el periodo más reciente y con niveles de ingresos bajos o medio-bajos sí se enfrentarán a una fuerte elevación de las cargas financieras en comparación con su renta disponible.

La escalada del euríbor ha suscitado una gran preocupación acerca del coste de las hipotecas y de la capacidad de los hogares para asumirlo. La perspectiva de nuevos incrementos de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE), ante la presión de una tasa de inflación todavía alejada del objetivo, acrecienta esa inquietud¹.

Con frecuencia, sin embargo, el debate se basa en estimaciones del impacto del incremento de los tipos de interés a nivel agregado, sin tener en cuenta de manera adecuada la diversidad de situaciones ni la estructura del mercado hipotecario, algo que dificulta el diagnóstico acerca del grado de restricción de la política monetaria. El objetivo de este artículo

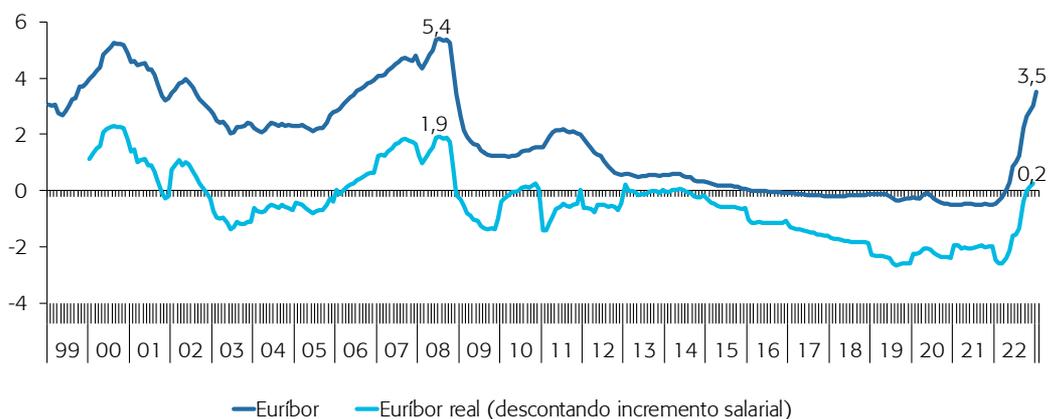
* Funcas.

¹ En una entrevista reciente, Isabel Schnabel enfatizó la necesidad de seguir subiendo los tipos de interés hasta constatar que la inflación se haya anclado de nuevo en el objetivo del 2 % a medio plazo (<https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2023/html/in230217~936be841f2.en.html>).

Gráfico 1

Evolución del euríbor, 1999-2022

(En porcentaje)



Fuentes: Banco de España, Ministerio de Trabajo y Economía Social y Funcas.

es, en primer lugar, aportar una cuantificación recurriendo a datos desagregados a partir de fuentes oficiales. Y, en segundo lugar, examinar las implicaciones macroeconómicas.

pasado de los niveles negativos cercanos al -0,5 % que registraba a principios del pasado ejercicio, hasta valores superiores al 3,5 % en la actualidad (gráfico 1). Se trata del incremento más acusado desde

Impacto del alza de tipos de interés en el coste de las hipotecas

Una de las consecuencias del brote inflacionario surgido a raíz del *shock* energético y de las disrupciones de las cadenas de suministro ha sido el giro restrictivo operado por la política monetaria. En julio del año pasado, la facilidad de depósito (principal tipo de interés del BCE) se elevó en medio punto hasta el 0 %, tras haber permanecido en terreno negativo durante ocho años. Desde entonces, el BCE ha procedido a cuatro nuevos ajustes, en un ciclo alcista que todavía no ha concluido y que se ha trasladado al conjunto de tipos de interés de mercado.

Así pues, el euríbor a un año, principal referencia para los préstamos hipotecarios a tipo variable, ha

Atendiendo a que el saldo vivo medio se sitúa en unos 82.700 euros, cada punto de incremento del euríbor encarece la cuota mensual cerca de 43 euros, para una hipoteca contraída a un plazo de 25 años. Esta estimación difiere de los análisis basados en el coste soportado por las hipotecas recientemente suscritas y que apenas han empezado a amortizarse. Para estas, el coste del incremento del euríbor sube hasta 73 euros mensuales.

la creación del euro. Sin embargo, en términos absolutos, el euríbor permanece todavía por debajo de los máximos del periodo anterior a la crisis financiera, especialmente si se descuenta la inflación, en cuyo caso se sitúa todavía en valores casi nulos².

² Para estimar el euríbor en términos reales, se ha utilizado como deflactor el incremento medio de los salarios pactados en convenios colectivos. Esto es porque la evolución de los salarios representa una buena aproximación de la renta de los hogares. Por otra parte, los datos de los salarios pactados se actualizan mensualmente, lo que permite deflactor el euríbor con esa periodicidad.

Cuadro 1

Cuota mensual para una hipoteca a tipo variable

(Media en euros)

	<i>Hipoteca media (1)</i>	<i>Nueva hipoteca (2)</i>
2021	309	528
2022	390	665
2023	480	819

Notas: (1) El saldo vivo de la hipoteca media se eleva a 82.700 euros. (2) El valor promedio de las hipotecas nuevas se eleva a 145.000 euros. Para 2023, se supone que el euríbor se mantiene en sus niveles actuales durante el resto del año. Para otras hipótesis, véase el texto.

Fuente: Estimaciones de Funcas con datos de la Asociación Hipotecaria Española.

Para analizar el impacto del alza del euríbor en el coste de las hipotecas, es crucial tener en cuenta el remanente de deuda al que se enfrentan los hogares. Por ejemplo, si bien la hipoteca media de nueva contratación se eleva a cerca de 145.000 euros (según los datos de la AEH para el tercer trimestre de 2022, último disponible³), en las hipotecas suscritas con anterioridad una parte de la deuda está amortizada, reduciendo el saldo vivo hasta el entorno de 82.700 euros, es decir, casi la mitad. A partir de ahí, se puede estimar que cada punto porcentual de incremento del euríbor encarece la cuota mensual cerca de 43 euros, para una hipoteca media contraída a un plazo de 25 años (vencimiento más usual). Esta estimación difiere de los análisis basados en el coste soportado por las hipotecas recientemente suscritas, es decir, solo aquellas que apenas han empezado a amortizarse. Para estas, el coste del incremento del euríbor sube hasta 73 euros mensuales.

En todo caso, se trata de valores promedio que no reflejan la disparidad de situaciones. Por una parte, la subida del euríbor no influye en el coste de los préstamos ya contraídos a tipo de interés fijo, aunque sí encarece la nueva oferta de esos préstamos por parte de las entidades. Además, descontando la inflación, es decir el factor que ha motivado la restricción monetaria, los prestatarios a tipo fijo se benefician de una reducción de las cargas de

intereses tanto en términos reales como en proporción de la renta disponible.

De los 5,7 millones de préstamos en vigor, se puede estimar que el 56,8 % –aquellos con una antigüedad superior a cinco años– se verán relativamente poco afectados. El impacto de la subida de tipos será mayor para el resto de hipotecas, cuyo número se eleva a cerca de 2,6 millones, de los cuales casi la mitad son a tipo variable o mixto.

Las situaciones son también muy dispares según la antigüedad del préstamo: los particulares con préstamos más antiguos, con poca deuda residual, apenas se resentirán de la subida del precio del dinero, a la inversa de los que acaban de contraer un crédito. Así pues, de los 5,7 millones de préstamos actualmente en vigor, se puede estimar que el 56,8 % –aquellos con una antigüedad superior a cinco años– se verán relativamente poco afectados. El impacto de la subida de tipos de interés será mayor para el resto de las hipotecas (con una antigüedad inferior a cinco años), cuyo número se eleva a cerca de 2,6 millones, de los cuáles casi la mitad son a tipo variable o mixto⁴.

³ Ver Asociación Hipotecaria Española, *Boletín trimestral*, tercer trimestre de 2022, www.ahe.es

⁴ En el boletín de la Asociación Hipotecaria Española, los datos de hipotecas variables incluyen los préstamos mixtos.

Finalmente, el nivel de ingresos de las familias es otro factor clave a tener en consideración para evaluar el impacto del encarecimiento del precio del dinero. Según la *Encuesta Financiera de las Familias de 2020*⁵ (último año disponible), las familias endeudadas con rentas bajas y medias-bajas soportan cargas financieras (proporcionalmente a su renta disponible) muy superiores a la media de familias endeudadas. Para el primer quintil de rentas, el peso de las cargas financieras es un 75 % superior a la media, y en el caso del segundo quintil, el diferencial es todavía del 25 %. Habida cuenta de la proporción de hogares endeudados en esos dos quintiles, y bajo la hipótesis de una distribución de la deuda por años de antigüedad equiparable a la que se observa para la población en general, se puede estimar que el número de familias especialmente vulnerables ante el alza del euríbor se eleva a 260.000.

Habida cuenta de la proporción de hogares endeudados en los dos quintiles inferiores, y bajo la hipótesis de una distribución de la deuda por años de antigüedad equiparable a la que se observa para la población en general, se puede estimar que el número de familias especialmente vulnerables ante el alza del euríbor se eleva a 260.000.

En suma, la subida de tipos de interés ha tenido un impacto muy heterogéneo. A partir de las hipótesis expuestas más arriba, se puede estimar que, como consecuencia del incremento de 4 puntos porcentuales registrado por el euríbor en el último año, la cuota mensual para una hipoteca media a tipo variable se ha encarecido en 171 euros (cuadro 1). Sin embargo, este resultado refleja realidades distintas según la antigüedad del préstamo. En las hipotecas firmadas a principios de 2022, por ejemplo, la cuota habría subido en 291 euros (en términos de una hipoteca media constituida hace un año).

Efectos macroeconómicos

De lo anterior se puede deducir que el mercado de la vivienda se resentirá de la subida del euríbor⁶. Como consecuencia de la subida del euríbor, el esfuerzo financiero que supone la compra de una vivienda se ha incrementado significativamente, lo que unido al endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito augura una moderación de la demanda⁷.

En las condiciones actuales, teniendo en cuenta las fórmulas a tipo variable que prevalecen, un hogar con ingresos anuales de 30.000 euros (promedio de ingresos por unidad familiar, según el INE) tendría que dedicar el 36,6 % de su renta al pago de la cuota para una nueva hipoteca media de 145.000 euros. Si el euríbor subiera un punto adicional (una hipótesis nada descartable a tenor de las declaraciones de los responsables de la política monetaria), el esfuerzo superaría la media de la serie histórica, si bien quedaría todavía alejado de los máximos de la burbuja inmobiliaria (gráfico 2). En caso de endeudarse a tipo fijo, el esfuerzo financiero sería aún mayor, por el creciente diferencial en relación a los préstamos a tipo variable.

Es un hecho que la compraventa ya se ha desacelerado: el número de viviendas registradas ante notario descendió un 10,6 % en el cuarto trimestre del pasado ejercicio en relación al trimestre anterior, lo que contrasta con el auge de la primera parte del año. La curva de precios también empieza a doblegarse (-0,4 % en el último trimestre, según los datos del Colegio de Registradores). Se mantiene, por tanto, la previsión de Funcas de una estabilización en el transcurso del presente ejercicio, en consonancia con otros analistas.

No obstante, un desplome no es previsible, ya que la atracción de la vivienda como activo seguro actuará como un soporte a la demanda,

⁵ Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2020: métodos, resultados y cambios desde 2017. Artículos Analíticos. *Boletín Económico* 3/2022 (bde.es).

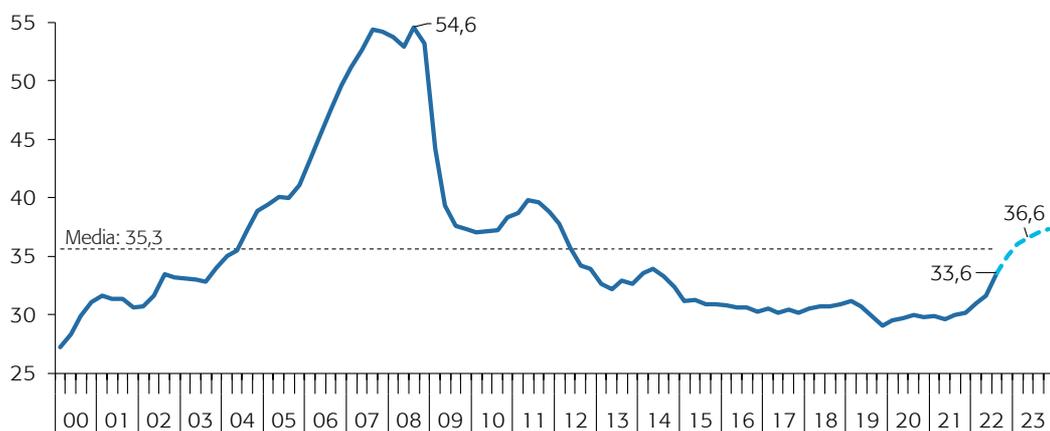
⁶ Para un análisis de la relación entre tipos de interés y mercado inmobiliario español, véase Torres (2022). Una estimación reciente para la eurozona se encuentra en BCE (2022).

⁷ Para más detalle acerca de la evolución del mercado, véase Montoriol Garriga (2022).

Gráfico 2

Esfuerzo financiero para comprar una vivienda

(Cargas financieras estimadas en porcentaje de la renta disponible bruta)



Fuente: Banco de España y estimaciones de Funcas.

especialmente en el actual contexto de alta inflación, cuasi nula remuneración de los depósitos bancarios y volatilidad de los precios de los activos financieros. La bonanza de la inversión extranjera en inmuebles también tiende a sostener el mercado. Según los valores registrales, la demanda extranjera roza el 15 % del total de transacciones, máximo de la serie histórica.

Teniendo en cuenta el volumen de deuda hipotecaria viva contratada a tipos variables por los hogares, el incremento del euríbor cercano a 4 puntos porcentuales desde inicios de 2022 redunda en un incremento de 13.000 millones de euros en los pagos por intereses de los hogares, equivalente a una detracción de su renta disponible bruta del 1,6 %.

Además de enfriar el mercado de vivienda, el alza del euríbor incide en el cuadro macroeconómico. En primer lugar, por la menor demanda de crédito para financiar la inversión y el consumo. En segundo lugar, y de manera más directa, como consecuencia de la detracción de poder adquisitivo que supone la subida del euríbor. Teniendo en cuenta el volumen de

deuda hipotecaria viva contratada a tipos variables por los hogares (que excluye el crédito a promotores), el incremento del euríbor cercano a 4 puntos porcentuales desde inicios de 2022 redunda en un incremento de 13.000 millones de euros en los pagos por intereses de los hogares, equivalente a una detracción de su renta disponible bruta del 1,6 %.

No obstante, hay varios efectos que contrarrestarán este incremento, en especial la amortización de préstamos que fueron contratados a tipos fijos en los años en que los tipos de interés eran todavía más elevados, y en los que además el volumen de deuda contratada fue mayor que en los años más recientes (efecto composición). Pero incluso descontando estos factores, las familias perderán capacidad de compra como consecuencia de la subida de tipos de interés. También se verán afectadas directamente por la inflación y el agotamiento de la bolsa de ahorro acumulado en años anteriores. De modo que se prevé para este año una fuerte desaceleración del consumo privado, desde el 4,3 % en 2022 hasta el 1,2 %, según las últimas previsiones de Funcas (Torres y Fernández, 2023).

También conviene incorporar el impacto de la subida de los tipos de interés en la solvencia de

los hogares más expuestos, es decir, aquellos con ingresos reducidos y préstamos a tipo variable contraídos en el periodo reciente. Se trata de un problema social importante. Desde el punto de vista de las entidades, sin embargo, el coste de eventuales impagos parece manejable habida cuenta de las actuales provisiones y otros colchones de liquidez. A más largo plazo, la clave está en el mercado laboral, ya que la capacidad de devolución de los préstamos depende en buena medida del mantenimiento del puesto de trabajo.

En suma, de momento la subida del euríbor no plantea un riesgo macroeconómico excesivo. Sin embargo, algunos colectivos, especialmente los hogares endeudados a tipo variable en el periodo más reciente y con niveles de ingresos bajos o medio-bajos, se enfrentan a una fuerte elevación de las cargas financieras en relación a su renta disponible. Todo ello aboga por la importancia de medidas focalizadas en los colectivos vulnerables.

Referencias

- BCE (2022). The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market. *Economic Bulletin*, 6. <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202206.en.html#toc13>.
- MONTORIOL GARRIGA, J. (2022). El sector inmobiliario se enfría. Diciembre. El sector inmobiliario se enfría (caixabankresearch.com)
- TORRES, R. (2022). El mercado de la vivienda ante el cambio de ciclo económico. *Cuadernos de Información Económica*, 290, septiembre-octubre. <https://www.funcas.es/articulos/el-mercado-de-la-vivienda-ante-el-riesgo-de-recesion/>
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2023). Perspectivas para la economía española tras la moderación de los precios energéticos, 2022-2024. *Cuadernos de Información Económica*, 292. <https://www.funcas.es/articulos/perspectivas-para-la-economia-espanola-tras-la-moderacion-de-los-precios-energeticos-2022-2024/>

El empleo en 2022: entre la resiliencia y la incógnita de los datos

María Jesús Fernández*

La evolución del empleo durante el periodo de pospandemia ofrece resultados positivos, que son más evidentes en el número de afiliados a la Seguridad Social que en las estadísticas de ocupación de la *Encuesta de Población Activa (EPA)* del INE. Con la primera de ambas fuentes, el empleo medio anual habría crecido en España en 750.000 personas en 2022; con la segunda, en 617.000. En todo caso, la trayectoria de crecimiento se frenó en la segunda mitad del año y la interpretación de los resultados es aún más dificultosa cuando se advierte que la afiliación ha venido creciendo sistemáticamente no solo por encima de la ocupación en términos de la *EPA*, sino también por encima del PIB. Sea como fuere, lo cierto es que el mercado laboral español ha mostrado señales de resiliencia incluso en momentos de elevada incertidumbre como los vividos el pasado ejercicio. Un rasgo final para destacar, común por otra parte con varios países de la eurozona, es la brusca caída en el número de horas trabajadas por ocupado, que no se ha recuperado desde la caída experimentada en los inicios de la crisis pandémica.

Evolución de la afiliación a la Seguridad Social

El número de afiliados a la Seguridad Social en diciembre de 2022 fue de 20.296.271, lo que supone 471.000 afiliados más que un año antes. No obstante, por motivos de estacionalidad, el dato de diciembre no fue el más elevado del año, sino el de junio, con 20.348.330 afiliados. La magnitud de los incrementos interanuales en los últimos meses

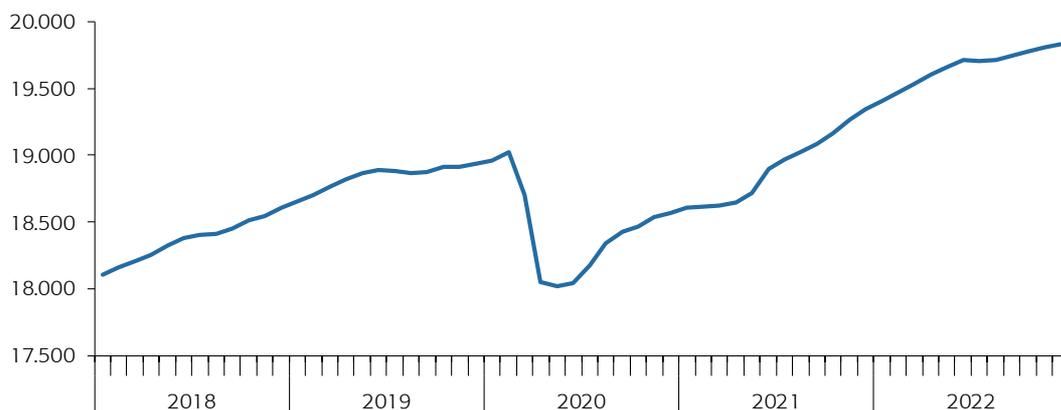
del año fue casi la mitad de los registrados en la primera mitad del año debido, en parte, a unas tasas de crecimiento mensuales más moderadas, pero, principalmente, a que el grueso de la recuperación del empleo tras la pandemia no tuvo lugar hasta la segunda mitad de 2021, de modo que la comparación de las cifras de la primera mitad de 2022 con los mismos meses de 2021 ofrece incrementos interanuales de unos 890.000 afiliados, frente a los mencionados 471.000 de diciembre (gráfico 1). Por

* Economista sénior de Funcas.

Gráfico 1

Afiliados a la Seguridad Social

(Miles)



Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y Funcas.

tanto, para obtener una imagen más completa del conjunto del año, conviene centrar la atención en la comparación de las medias anuales. De este modo, el número medio de afiliados en 2022 fue superior en 750.000 a la media de 2021, lo que supone un crecimiento del 3,9 %.

El crecimiento continuado de la afiliación por encima del crecimiento del PIB constituye uno de los hechos más reseñables de la evolución de la economía del periodo pospandemia. Es posible que este comportamiento obedezca, al menos en parte, al afloramiento de empleo sumergido, de modo que una parte del incremento de la afiliación no sería creación de nuevo empleo.

Por sectores, la afiliación en 2022 descendió en el agrícola y aumentó en la industria, en la construcción y en los servicios. Dentro de estos, el crecimiento fue mayor en los servicios de mercado que en los de las administraciones públicas (AA. PP). Si excluimos los sectores agrícola y AA. PP., por estar sujetos a condicionantes ajenos a la coyuntura económica, tenemos que el empleo privado no agrícola

creció un 4,8 % en 2022 (siempre en medias anuales), equivalente a 724.000 afiliados.

Por otra parte, la cifra media de afiliados en 2022 superó en un 4,3 % a la de 2019 (y el empleo privado no agrícola, en un 3,9 %). De hecho, el número de afiliados rebasó el nivel prepandemia ya en el otoño de 2021, a pesar de que el PIB estaba aún muy por debajo del nivel del 2019. En 2022, tras crecer de forma intensa en la primera mitad del año, sufrió una desaceleración en la segunda mitad, pese lo cual siguió creciendo a tasas algo más elevadas que el PIB, que apenas avanzó a un ritmo del 0,2 % intertrimestral en los trimestres tercero y cuarto, en un contexto, además, muy desfavorable, de elevada incertidumbre y crisis energética. Este vigor de la afiliación en comparación con el crecimiento del PIB constituye uno de los hechos más reseñables de la evolución de la economía del periodo pospandemia. Es posible que este comportamiento obedezca, al menos en parte, al afloramiento de empleo sumergido, de modo que una parte del incremento de la afiliación no sería creación de nuevo empleo.

Al inicio de 2022 aún quedaban unos 120.000 trabajadores acogidos a un ERTE, cifra que, a partir de la primavera, tras el cambio regulatorio de que

fueron objeto estos esquemas, y ya con la economía totalmente abierta, se redujo al entorno de los 25.000, manteniéndose en dicha cifra durante toda la segunda mitad del año, con algún repunte puntual derivado fundamentalmente de paradas en la actividad de las factorías automovilísticas, por problemas de falta de suministros.

Se puede afirmar, por tanto, que los trabajadores en situación de ERTE —cuya cifra al inicio de la pandemia ascendió a 3,5 millones— han sido reabsorbidos prácticamente en su totalidad, sin que sea perceptible pérdida alguna de empleo en las cifras agregadas. Concretamente, en el sector de la hostelería —el más afectado por la crisis sanitaria—, el número de afiliados asalariados superó al previo al COVID-19 en mayo de 2022. No así el número de afiliados autónomos, que aún es inferior. En general, la evolución de la afiliación de los no asalariados no ha sido tan favorable como en el caso de los asalariados: su crecimiento en 2022 fue del 0,8 %, y con respecto a 2019 fueron superiores en un 2 %.

La tasa de temporalidad en la afiliación al final de 2022 era del 15 %, frente al 27 % en los años anteriores. Es la tasa más baja de la serie histórica, evidenciando el impacto favorable de la reforma laboral en términos de calidad del empleo.

Tras la entrada en vigor en marzo de 2022 de la reforma laboral aprobada en diciembre de 2021, se produjo un intenso trasvase de empleo desde los contratos temporales hacia los indefinidos. Así, en diciembre de 2022 había 1,8 millones de afiliados menos que un año antes con contrato temporal y 2,3 millones de afiliados más con contrato indefinido, dentro de los cuales se incluye un incremento de 450.000 en los contratos fijos discontinuos, hasta 833.000 —esta cifra se refiere al número de afiliados que en ese momento se encuentran en situación de alta, es decir, en actividad—. Como consecuencia de la reforma laboral, los fijos discontinuos han pasado de representar el 4% del total de afiliados con contrato indefinido a suponer el 7%.

Como resultado de lo anterior, la tasa de temporalidad en la afiliación al final de 2022 era del 15 %, frente al 27 % en los años anteriores. La tasa de temporalidad es la más baja de la serie histórica evidenciando el impacto favorable de la reforma laboral en términos de calidad del empleo, si bien en el caso de los trabajadores fijos discontinuos la naturaleza de la actividad no deja de ser temporal, aunque la relación laboral tenga ahora un carácter estable. Por otra parte, el crecimiento del empleo a jornada completa ha sido superior que el empleo a jornada parcial, lo que ha reducido la ratio de empleo a tiempo parcial sobre el total hasta el 19 %, siguiendo la tendencia descendente observada desde 2017.

Resultados de la Encuesta de Población Activa

El crecimiento del empleo en 2022 según la Encuesta de Población Activa (EPA) fue algo menos dinámico que lo apuntado por las cifras de afiliación a la Seguridad Social. Así, el número medio de ocupados en 2022 fue superior al de 2021 en 617.000 (frente a 750.000 afiliados más). Además, en los dos últimos trimestres, dicho crecimiento fue nulo, y, en el caso del empleo privado no agrícola, se registró una ligera contracción en ambos periodos. En cualquier caso, también las cifras de la EPA arrojan un número de ocupados mayor que antes de la pandemia, aunque en menor cuantía que la señalada por las cifras de afiliación (gráfico 2).

El menor crecimiento del empleo en términos de EPA que en términos de afiliación a la Seguridad Social no es algo insólito en las series históricas de ambas estadísticas, aunque tampoco es habitual una divergencia tan pronunciada. Solo en 2017 se registró una diferencia de similar magnitud. La razón podría encontrarse, al menos en parte, en el mencionado afloramiento de empleo sumergido, ya que dicho empleo se encuentra incluido dentro de las cifras de la EPA, pero no dentro de las de afiliados. No obstante, es difícil de establecer en qué medida puede haberse producido este efecto, ya que el volumen del empleo sumergido no es directamente observable, y las diferencias entre la EPA y

Gráfico 2

Empleo (sector privado no agrícola)

(Niveles, 4.º tr. 2019=100)



Fuentes: Funcas a partir de datos del INE y del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

la afiliación a la Seguridad Social pueden obedecer también a otros motivos.

10

Los resultados de la *EPA*, al igual que los de afiliación a la Seguridad Social, también reflejan un descenso de la tasa de temporalidad hasta el mínimo histórico del 17,9 % al final del ejercicio. Otro resultado interesante que aporta la *EPA* es el relativo a la evolución de la tasa de actividad. En España no se ha producido un fenómeno semejante al de la denominada “gran dimisión” observado en EE. UU., donde la tasa de actividad descendió con intensidad con la llegada de la pandemia, y en 2022 solo se recuperó parcialmente. Aquí, tras la caída inicial, la tasa de participación en el mercado laboral se recuperó hasta igualar en 2022 la que había en 2019 (58,6 %). Por edades, descendió entre los jóvenes y entre las personas de 30 a 39 años, y se elevó entre las personas de 45 años en adelante, y, de forma especialmente intensa, en las franjas de edad de 60 a 64 años (desde el 47,2 % en 2019 hasta el 53,8 % en 2022) y de los 65 hasta los 69 (desde el 6,9 % hasta el 10,1 %), acelerando la tendencia ascendente previa que ya presentaba en dichos grupos en los años anteriores. Finalmente, la tasa de paro media anual descendió hasta el 12,9 %, la más baja desde 2011.

Disparidad entre la evolución del número de ocupados y el de horas trabajadas

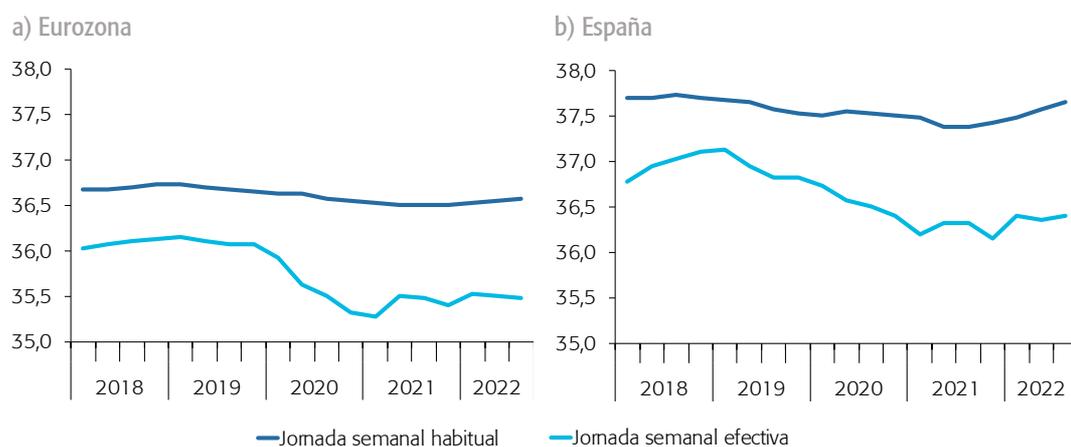
Uno de los rasgos más llamativos de la evolución reciente del mercado laboral se encuentra en el hecho de que, aunque el empleo medido en personas ocupadas –ya sea en términos de *EPA* o de afiliados a la Seguridad Social– supera las cifras prepandemia, no ocurre lo mismo con el número de horas trabajadas: al final de 2022 estas eran inferiores en un 1 % a las anteriores a la crisis sanitaria, según las cifras de contabilidad nacional. Esto implica que se ha producido un descenso en el número medio de horas trabajadas por ocupado, lo que también es recogido por las cifras de la *EPA*. En consecuencia, aunque la productividad por ocupado al final de 2022 aún era un 1,8 % inferior a la de finales de 2019, la productividad por hora trabajada era la misma.

El motivo de este descenso en el número de horas trabajadas por persona no se encuentra en un posible crecimiento del empleo a tiempo parcial, puesto que este, como ya se ha señalado, ha descendido en proporción al empleo total. Además, según la *EPA*, la duración de la jornada semanal habitual es prácticamente igual a 2019. Este

Gráfico 3

Jornada semanal habitual vs jornada semanal efectiva

(Horas)



Fuentes: Eurostat.

fenómeno (mantenimiento prácticamente estable de la jornada semanal habitual, pero descenso de la jornada semanal efectiva), también se observa en la eurozona (gráfico 3).

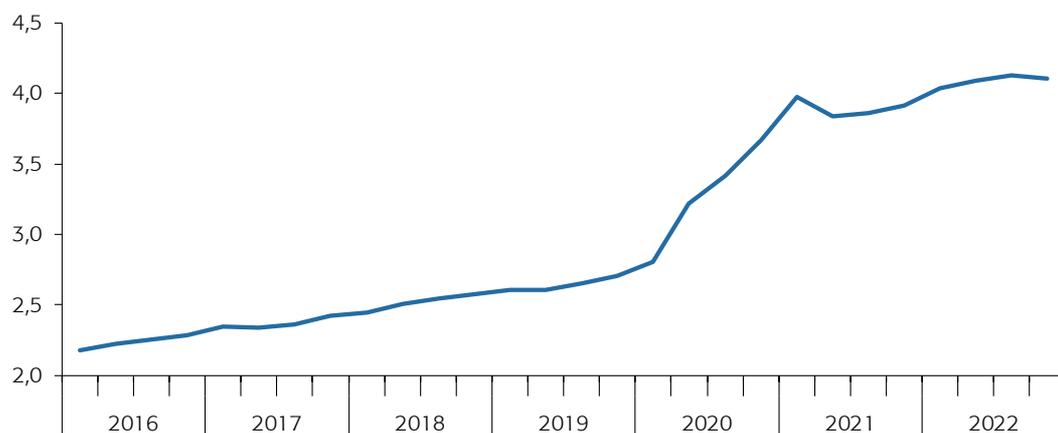
Por tanto, el descenso en el número medio de horas efectivamente trabajadas obedece a que se

han incrementado las horas que los ocupados se ausentan del puesto de trabajo. Así, según la EPA, el porcentaje de personas ocupadas que no trabajaron en la semana de referencia de elaboración de la encuesta había crecido desde un 8,5 % antes de la crisis sanitaria hasta un 11,5 % en 2021 y en 2022.

Gráfico 4

Ocupados que no han trabajado en la semana de referencia por enfermedad, accidente o incapacidad temporal

(Porcentaje sobre el total de ocupados)



Fuente: INE.

De entre las posibles razones que se recogen en la EPA como motivo de no haber trabajado, destaca el incremento registrado por los de enfermedad, accidente o incapacidad temporal. El porcentaje de

Aunque el número de personas ocupadas supera las cifras prepandemia, no ocurre lo mismo con las horas trabajadas: al final de 2022 estas eran inferiores en un 1 % a las anteriores a la crisis sanitaria. Esto implica que se ha producido un descenso en la media de horas trabajadas por ocupado. Según la EPA, la jornada semanal media efectiva en 2022 fue de 32,1 horas frente a 33,5 en 2019.

ocupados que no trabajan por dicho motivo se elevó con la llegada de la pandemia, y, en 2022, pese al final de la crisis sanitaria, no solo no descendió, sino que incluso aumentó (gráfico 4). Otro motivo que explica, en menor medida, el aumento de personas ocupadas que no trabajaron en la semana de referencia es el de vacaciones o días de permiso.

Reflexiones finales

El comportamiento reciente del mercado laboral español ofrece resultados, en principio positivos, en el sentido de que la ocupación, tanto en términos

de afiliados como de EPA, ya ha superado las cifras previas a la pandemia, y, además, en 2022 siguió creciendo pese a la complejidad del entorno. La reducción de la temporalidad desde la adopción de la reforma laboral es otra tendencia favorable a destacar. No obstante, hay elementos difíciles de interpretar. En primer lugar, no está claro el motivo por el que la afiliación a la Seguridad Social ha crecido durante todo el periodo pospandemia de una forma tan intensa, sensiblemente por encima del PIB y por encima de la ocupación en términos de la EPA. La explicación podría encontrarse en un afloramiento de empleo sumergido. Incluso en la segunda mitad de 2022, en un contexto de crisis energética, máxima incertidumbre y muy moderado crecimiento del PIB, la afiliación siguió avanzando, mientras que el empleo según la EPA se estancaba. En cualquier caso, si la explicación se halla en la continuación de dicho proceso de afloramiento, el hecho de que este se hubiera prolongado en un momento tan incierto y complicado también sería destacable, e interpretable como un indicio de resiliencia de la economía y del mercado laboral. Por otra parte, los fenómenos anteriores se producen simultáneamente a una brusca caída en el número de horas trabajadas por ocupado, algo que también se observa en la eurozona, lo que contribuye a dificultar la interpretación de lo que sucede en el mercado laboral. Quizás sea necesario que transcurra más tiempo para poder tener una imagen más clara de los posibles cambios estructurales que podrían estar produciéndose.

La rentabilidad de la banca en España: un debate con necesidad de perspectiva

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

La publicación de los resultados de la banca española ha puesto de relieve unos beneficios netos de 19.170 millones de euros en 2022 para las tres entidades de mayor tamaño en España, lo que supone un incremento del 6,1 %. Si se consideran las seis primeras entidades, el beneficio se eleva a 20.850 millones de euros. Aunque las cifras absolutas puedan ser llamativas, se trata de niveles de beneficios que no recuperan los que se alcanzaban en 2007. Y, lo que es más importante, se producen en un contexto, no sólo español sino europeo, en el que el sector bancario sigue teniendo dificultades para mejorar su rentabilidad por acción. La cotización del índice europeo Stoxx para la banca fue del -7 % en 2022 y la gran mayoría de las entidades cotiza por debajo de su valor en libros. Por otra parte, el entorno de negocio bancario presenta ciertas dificultades por el lado de la demanda: la financiación a familias creció en enero de 2023 a una tasa interanual de sólo el 0,3 %, mientras que la de empresas descendió un 0,7 %. Y también se ha producido un notable cambio de composición en el ahorro que lleva tiempo revertir. Lo que hace quince años era una abrumadora proporción de cuentas a plazo frente a corrientes, se ha invertido. En enero de 2023 los depósitos a la vista del sector privado en España eran de 1,49 billones de euros, más de seis veces superiores a los depósitos a plazo (231.000 millones de euros).

Debatir sobre beneficios

2023 ha traído nuevos debates sobre los retos de la economía. De forma algo sorprendente, los resultados del sector bancario han sido parte de la discusión. Se ha mantenido en algunas ocasiones que

los beneficios de la banca eran “excesivos” ante un momento de dificultad marcado por la inflación y la desaceleración económica. Sin embargo, poco tiene que ver una cosa con la otra y la confusión puede radicar en varias asociaciones a distintos niveles. Así, por ejemplo, a escala mundial se viene discutiendo

* Universidad de Valencia y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

la aportación que determinadas compañías, como las tecnológicas, tienen en materia impositiva. Se discute asimismo hasta qué punto existe o no competencia en determinados sectores, entre los cuales el manejo de la información por parte del sector tecnológico forma también parte del debate. Además, otras empresas como las bancarias o las energéticas se han añadido ahora a este escrutinio, asociando sus beneficios con el aumento de costes que se ha producido con el conflicto bélico en Ucrania y los problemas en varias cadenas de suministros, así como por el incremento de los tipos de interés. En Estados Unidos, donde compañías como las petroleras tienen un elevado y reconocido poder de mercado, el gobierno ha actuado exigiendo una cierta moderación de márgenes o mayores contribuciones impositivas. Sin embargo, no hay constancia de que este sea el caso en Europa y mucho menos en España. Aún menos, en lo que respecta al sector bancario.

Por otro lado, también hay confusiones metodológicas que transpiran con demasiada ligereza hacia los comentarios públicos. Una de ellas es que concentración (cuota de mercado) y poder de mercado están directamente relacionados. La investigación académica en organización industrial se ha encargado desde hace muchos años de desmitificar esta relación y, de hecho, se ha demostrado que en un gran número de ocasiones esa relación no existe. En particular, son muchas las industrias en las que hay pocos competidores, pero se mantiene gran rivalidad competitiva y otras en las que hay un número más elevado de participantes, pero la competencia parece menor en precios y/o cantidades. En el caso del sector bancario, y el español no es una excepción, la intensidad competitiva ha sido elevada a pesar de que se ha reducido el número de competidores. De hecho, la consolidación del sector se debe, precisamente, a la necesidad de ganar escala para poder persistir en un mercado que exige una menor infraestructura que la de la banca tradicional y una mayor presencia de sistemas digitales, lo que viene a denominarse como “plataformización”. En esta misma dimensión, esos bancos “tradicionales” cuyo número se ha reducido deben competir no sólo más intensamente entre ellos, sino añadir o integrar servicios de otras empresas financieras y no

financieras y competir con empresas de toda índole en un número cada vez más amplio de segmentos.

Se trata de un sector, el bancario, en el que, además, se viene hablando desde la crisis financiera de problemas de rentabilidad y en la que la mayor parte de las entidades en todo el mundo cotiza por debajo de su valor en libros.

En este artículo se repasan los beneficios de la banca española en este contexto, con un aumento en el período pospandemia que no se debe únicamente a la subida de tipos de interés, sino a un cambio coyuntural. Asimismo, existen suficientes fundamentos para sostener que este incremento es mucho menos relevante de lo que las cifras absolutas parecen indicar, así como que su recorrido está limitado por múltiples incertidumbres y factores condicionantes. La banca tendrá que seguir reduciendo estructura y cambiando su modelo de negocio para cumplir con la rentabilidad que exige el mercado, que no es otra que la que garantiza su viabilidad.

Este análisis se realiza en el entorno en el que la banca española presentó los beneficios del ejercicio 2022 a comienzos del presente año. Sucede en un contexto en el que los tipos de interés de mercado han ido creciendo, anticipándose incluso a los de las autoridades monetarias. Así, el euríbor a un año comenzaba 2022 en terreno negativo y en febrero de 2023 ya se elevaba al 3,534 % en media mensual. Sin embargo, el entorno de negocio es incierto, precisamente por la subida de tipos y la incertidumbre económica. Así, según informa el Banco de España, la financiación a familias creció en enero de 2023 a una tasa interanual de solamente el 0,3 %, mientras que la de empresas descendió un 0,7 %. También es preciso analizar el impacto de los tipos de interés en el pasivo, y no sólo en el activo. Es posible que las entidades financieras españolas y de otros países tengan que aumentar las remuneraciones de sus depósitos, pero no entraron en terreno negativo cuando los tipos oficiales y de mercado lo estaban, aunque es cierto que aumentaron las comisiones. También hay que tener en cuenta que se ha producido un notable cambio de composición en el ahorro que lleva tiempo revertir. Lo que hace quince años era una abrumadora proporción de cuentas a plazo frente a corrientes, se

ha invertido. En enero de 2023 los depósitos a la vista del sector privado en España eran de 1,49 billones de euros, más de seis veces superiores a los depósitos a plazo (231.000 millones de euros).

En cuanto al entorno monetario, los tipos de interés han continuado aumentando en la eurozona. El 16 de marzo de 2023, el Banco Central Europeo (BCE) incrementó los tipos oficiales en 50 puntos básicos. Esto ocurrió a pesar de los episodios de inestabilidad financiera que surgieron con el colapso del Silicon Valley Bank en Estados Unidos y los problemas que afrontó Credit Suisse y que requirieron la asistencia del Banco Central de Suiza. Aún así, el BCE sigue comprometido a mantener los tipos de interés en niveles suficientemente restrictivos para asegurar el retorno oportuno de la inflación a su objetivo del 2% a medio plazo. En cualquier caso, el BCE también ha asegurado que pondrá a disposición los instrumentos que sean precisos para evitar la inestabilidad financiera.

Cabe también señalar que, en su condición de supervisor, el BCE decidió el 8 de febrero mantener sin

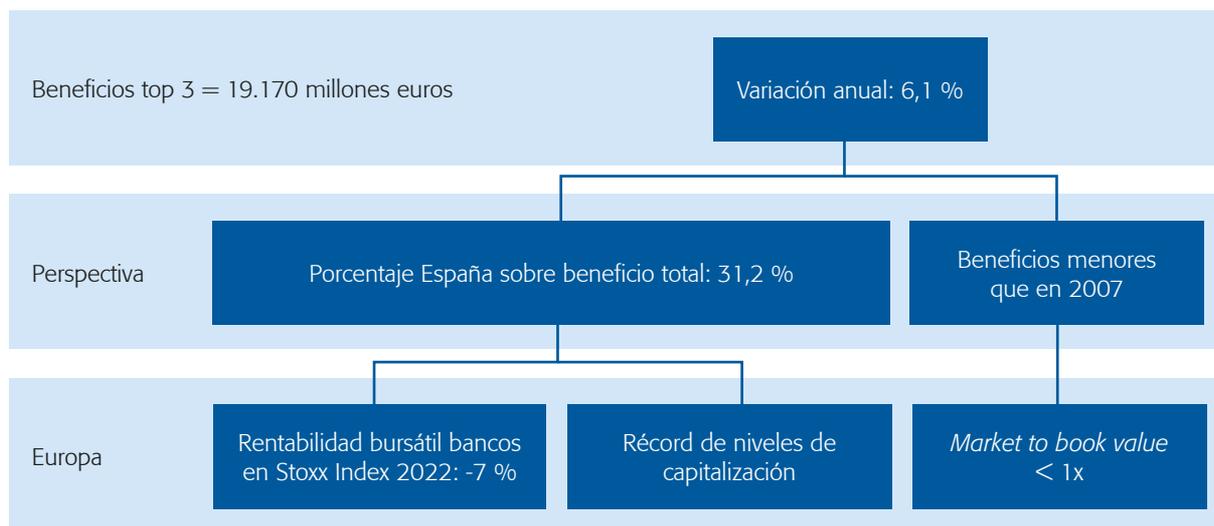
variación los requisitos de capital en 2023, al señalar que “las entidades de crédito siguen mostrando capacidad de resistencia”. Todo como parte de su Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora (PRES) de 2022. El PRES se llevó a cabo en un contexto de deterioro de la situación económica y de la dinámica de los mercados financieros tras la invasión de Ucrania. Señala el BCE que, “en promedio, las entidades de crédito mantuvieron posiciones de capital y de liquidez sólidas, y la gran mayoría mostraron niveles de capital superiores a los impuestos por los requisitos y las directrices de capital del ciclo anterior del PRES”¹.

Resultados de la banca: la necesidad de perspectiva

La publicación de los resultados de la banca española —a falta de la agregación oficial de los datos para el conjunto del sector por parte del Banco de España— ha puesto de relieve unos beneficios netos de 19.170 millones de euros en 2022 para las tres entidades de mayor tamaño en España (véase

Gráfico 1

Beneficios de la banca en 2022



Fuente: datos de entidades individuales y elaboración propia.

¹ El BCE mantiene sin variación los requisitos de capital en 2023 (bde.es).

Gráfico 2

Crédito y morosidad en España



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

el gráfico 1). Esto supone un incremento del 6,1 %. Si se consideraran las seis primeras entidades, el beneficio se eleva a 20.850 millones de euros.

Más de dos tercios de los beneficios de los tres mayores bancos españoles se generan fuera del país, lo que no hace sino redundar en la competitividad internacional del sector bancario español. Una diversificación que le permite reducir su riesgo y la volatilidad de sus ingresos y que, por lo tanto, redundan en su estabilidad financiera.

Aunque las cifras absolutas puedan ser llamativas, hay que tener en cuenta varios factores. En primer lugar, tomando igualmente las tres primeras entidades, más de dos tercios de los beneficios se generan fuera de España, lo que no hace sino redundar en la competitividad internacional del sector bancario español. Una diversificación que le permite reducir su riesgo y la volatilidad de sus ingresos y que, por lo tanto, redundan en su estabilidad financiera. Por otro lado, se trata de niveles de beneficios que no recuperan los que se alcanzaban en 2007, justo antes de la crisis financiera. Y, lo que es más importante, se producen en un contexto, no sólo español sino

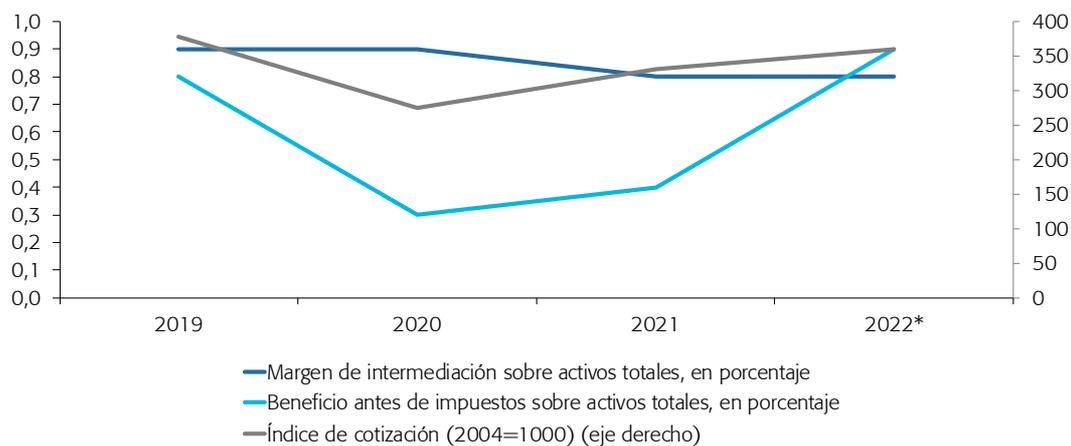
européico, en el que el sector bancario sigue teniendo dificultades para mejorar su rentabilidad por acción. La cotización del índice europeo Stoxx para la banca fue del -7 % en 2022 y la gran mayoría de las entidades cotiza por debajo de su valor en libros (*market to book value < 1*). Todo ello no es óbice para que, a consecuencia de las exigencias regulatorias, se estén registrando niveles récord de capitalización por las aportaciones a recursos propios.

También puede ralentizar la generación futura de beneficios el estancamiento de la demanda de crédito, relacionado a su vez con el incremento de los tipos de interés y las perspectivas de desaceleración económica. A los datos de flujo comentados en la introducción hay que añadir que, según se muestra en el gráfico 2, el *stock* de crédito al sector

La generación futura de beneficios puede ralentizarse por el estancamiento de la demanda de crédito, relacionado con el incremento de los tipos de interés y las perspectivas de desaceleración económica.

privado en España se ha reducido de 1,22 billones de euros en 2016 a 1,16 billones en 2022. Este volumen de financiación, sin embargo, se elevó en

Gráfico 3

Márgenes, beneficios y valor de mercado

Nota: septiembre de 2022 para margen de intermediación y beneficio antes de impuestos.

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

39.355 millones de euros en 2020, a consecuencia de la contribución del sector bancario para aliviar las necesidades de financiación que surgieron con la pandemia. Esos incrementos de financiación conllevaron riesgos asociados, pero permitieron la supervivencia de buena parte del tejido empresarial. A pesar de ello —y de los nuevos riesgos por la inflación y el deterioro de la actividad— la morosidad no ha aumentado, sino que se ha reducido, desde el 9,18 % en 2016 hasta el 3,45 % en 2020.

El beneficio antes de impuestos ha aumentado desde la caída que sufrió en el año de la pandemia y la paulatina recuperación posterior, hasta llegar al 0,9 % sobre activos totales. En todo caso, el índice de cotización del sector bancario al cierre de 2022 seguía siendo inferior al de 2019, después de tres años muy difíciles.

Con este entorno de negocio, podría pensarse que la subida de tipos de interés se ha traducido en un significativo aumento de los márgenes de intereses. Estos, sin embargo, se habían mantenido estables en el entorno del 0,8-0,9 % de los activos totales

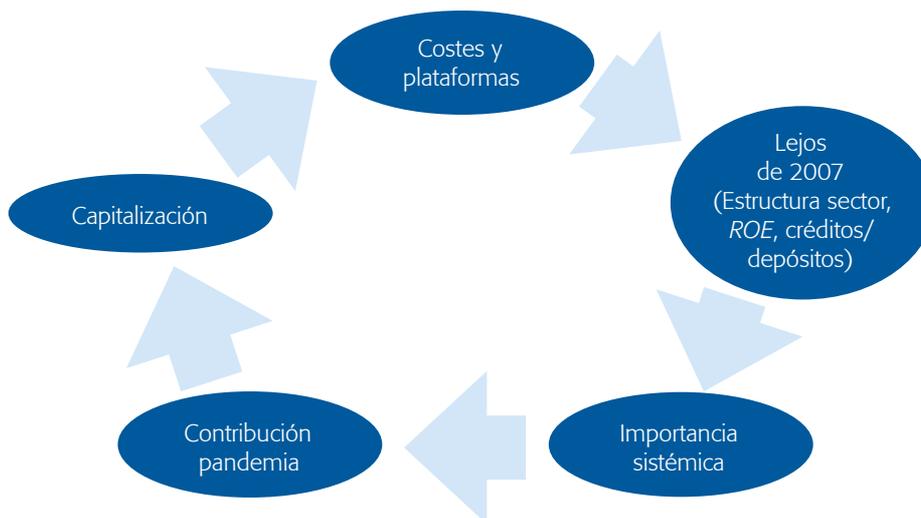
(gráfico 3) hasta septiembre, si bien es probable que los datos de diciembre reflejen un cierto aumento. En cuanto al beneficio antes de impuestos, sí que ha aumentado desde la caída que sufrió en el año de la pandemia y la paulatina recuperación posterior, hasta llegar al 0,9 %. En todo caso, el índice de cotización del sector bancario al cierre de 2022 seguía siendo inferior al de 2019, antes de la pandemia, después de tres años muy difíciles.

Conclusiones: interpretaciones e importancia social

El análisis desarrollado en este artículo sugiere que la banca española registró en 2022 un aumento de los beneficios acorde con un proceso de normalización financiera en el que los tipos de interés se elevaron y dejaron atrás los registros negativos. En todo caso, también se muestra camino por recorrer, ya que la cotización y el beneficio por acción (como todas las medidas relativas por las que debe examinarse la evolución de los beneficios) se encuentran tanto por debajo de los niveles prepandemia como de los registrados antes de la crisis financiera, aunque aquellas circunstancias eran bien distintas.

Gráfico 4

Otras interpretaciones en el debate sobre los beneficios



Fuente: Elaboración propia.

El negocio financiero también se ha visto ineludiblemente afectado por las condiciones de demanda. 2022 no fue un año boyante en cuanto a incremento del crédito al sector privado y no parece que los factores fundamentales parezcan apoyar un incremento mayor en 2023. Además, según se muestra en el gráfico 4, sería conveniente tener en cuenta un conjunto más amplio de factores para dar una interpretación de más perspectiva a los beneficios bancarios. En este sentido, habría que considerar también los importantes cambios estructurales acontecidos en el sector en los últimos años, con procesos de consolidación complejos y, en ocasiones, varios en pocos años. Asimismo, el equilibrio entre financiación concedida y fondos captados es mayor en la actualidad que en la crisis financiera. La

ratio “créditos/depósitos” está en torno a la unidad en la actualidad frente a 1,6 en 2007. También se ha elevado notablemente la solvencia, con niveles de capitalización sustancialmente mayores que antes de la crisis financiera.

Conviene recordar que los bancos son entidades esenciales en el funcionamiento del entramado empresarial y social de un país, por lo que es importante que sean rentables y solventes por su importancia sistémica y su relevancia en momentos críticos, como durante la pandemia. Finalmente, se trata de entidades que, en la actualidad, están abocadas a una reducción de costes y a seguir avanzando en el proceso de digitalización.

Inflexión entre la banca europea y la estadounidense*

Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez**

El año 2022 ha sido testigo de una inflexión en la *performance* relativa de la banca europea frente a la estadounidense, tanto en los resultados del ejercicio, como sobre todo en la valoración por el mercado, ya reflejada durante toda la segunda mitad del pasado año. Ese mejor comportamiento relativo de la banca europea ha permitido cerrar de forma considerable la importante brecha de rentabilidad y valoración que ha estado en vigor durante más de una década. Entre los factores explicativos ocupa un lugar destacado el perfil más estable de la banca europea y española en cuanto a provisiones y su liberación en la cuenta de resultados, frente a una mayor volatilidad de la banca estadounidense, que aprovecha al máximo el exceso de provisiones en los años buenos, como 2021, y se ve obligada a mayores dotaciones en aquellos con mayor incertidumbre, como 2022.

Inflación y tipos de interés alteran los equilibrios en los mercados

En un contexto de extraordinaria volatilidad en los mercados, provocada por la guerra en Ucrania y sus derivadas en forma de crisis energética y tensiones inflacionistas más o menos enquistadas, se han producido importantes rotaciones en la valoración relativa entre activos y/o sectores, cuestionando algunos convencionalismos que han estado en vigor durante muchos años. Es en dicho marco en el que se analiza en este artículo el despertar de la banca frente a otros sectores y, en particular, el despertar

europeo (y español) frente al tradicional dominio estadounidense.

El mayor vuelco con el convencionalismo vigente durante casi una década se ha producido en los mercados de deuda soberana. Los intensos repuntes (superiores a 3 puntos porcentuales) experimentados en los tramos largos de las curvas de tipos de interés en la práctica totalidad de países han generado cuantiosas pérdidas (superiores al 10 %) en los principales tenedores de dicho tipo de activos. Y entre ellos destacan, por encima de todo, los propios bancos centrales, que están experimentando

* Este artículo se cerró antes de los eventos que han tenido lugar en la banca norteamericana y suiza, y de sus efectos adversos sobre la banca global, especialmente sobre la banca regional norteamericana.

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

importantes pérdidas en sus carteras de deuda pública acumulada durante sus diversos programas de compras de activos (*quantitative easing*) llevados a cabo durante los años de política monetaria ultralaxa, ahora abandonada. En todo caso, como el propio Banco de Pagos Internacionales (BIS, 2023) reconoce, esas pérdidas en los bancos centrales son irrelevantes y no empañan la labor de dichas instituciones en sus objetivos de política monetaria, bajo los cuales dichas compras se realizaron.

Algo parecido ocurre con las tenencias de deuda pública por parte de las entidades de crédito, y cuyo potencial de registrar pérdidas ya fue analizado en un artículo anterior en esta misma publicación (véase Alberni, Berges y Rodríguez, 2022). Como allí se argumentaba, esas pérdidas potenciales solamente aflorarán explícitamente en una fracción reducida de sus carteras —las que se mantienen con un objetivo de negociación a corto plazo—, mientras que el grueso de las mismas forma parte de una estrategia de gestión de balance integrado, y sus efectos aflorarán conjuntamente con los restantes asociados al nuevo escenario de tipos, como más adelante abordamos.

Pero no solo los mercados de deuda pública se han visto dañados por la crisis, sino también los mercados de renta fija privada, cuya actividad se veía adversamente afectada y con ello su capacidad para nutrir de financiación a numerosas empresas que durante la última década habían abrazado a dichos mercados como fuente de financiación preferente. El enfriamiento de estos mercados ha obligado a las empresas a recurrir de nuevo a la financiación bancaria, como ponían de manifiesto Alberni, Berges y Rodríguez (2023) y posteriormente ha corroborado el Banco Central Europeo (BCE, 2023).

También en los mercados de renta variable se han producido cambios de gran calado y rotaciones sectoriales que cuestionan algunos de los grandes convencionalismos que han estado en vigor durante casi una década. En primer lugar, y por razones

obvias, cabe destacar el despertar de aquellos sectores más directamente favorecidos por la crisis energética y de materias primas, con importantes revalorizaciones tanto de empresas de dichos sectores como de las monedas de los países —emergentes, sobre todo— más sensibles a los mismos. Pero por encima de todo, es necesario destacar la pérdida de atractivo del sector tecnológico, que ha sido el sector estrella durante una década, tal y como muestra el importante recorte de valoración de su índice más representativo, el Nasdaq, superior al 30 %¹.

La banca europea toma el relevo en la rotación sectorial y geográfica frente a la estadounidense

Los cambios ocurridos y, especialmente, la pérdida de atractivo inversor en el sector estrella de la última década tiene lugar a la vez que se produce el despertar bursátil del sector bancario, y en particular del sector bancario europeo, que se erige como el protagonista del *rally* bursátil que ha tenido lugar desde mediados de 2022.

Aunque se ha producido una cierta convergencia en las valoraciones bursátiles de la banca a uno y otro lado del Atlántico, todavía existe una clara diferencia favorable a la estadounidense. Así, la ratio entre valor de mercado y valor en libros (P/B) presentaba al cierre de 2022 un valor medio ponderado de 0,69 en la banca europea y 0,72 en la española, por debajo del 1,3 de la banca estadounidense.

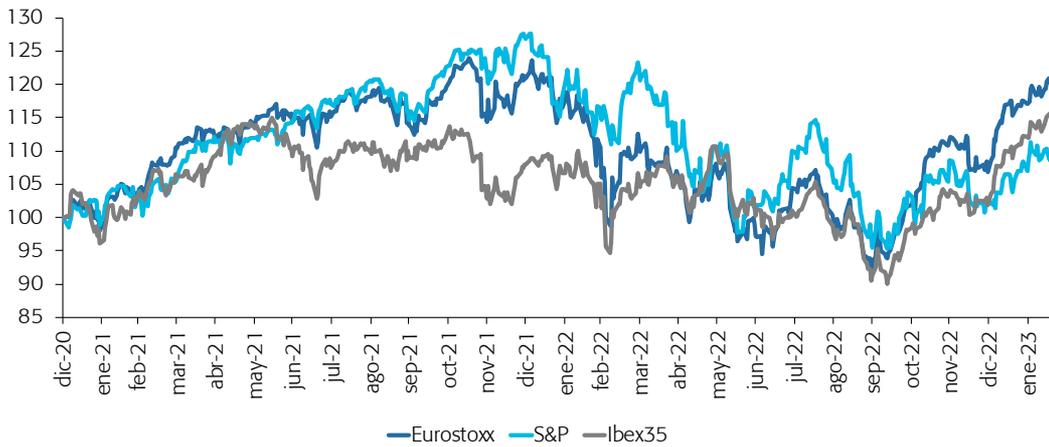
Los gráficos 1 y 2, que presentan la evolución de los principales índices bursátiles en Estados Unidos (S&P), Europa (Eurostoxx) y España (Ibex), tanto en su agregado general (gráfico 1) como en el específico bancario (gráfico 2), son suficientemente

¹ Todos los análisis contenidos en el presente artículo hacen referencia a la evolución financiera del año 2022 y a la valoración bursátil hasta mediados del mes de febrero, valoraciones muy alteradas por los eventos ocurridos en algunos bancos regionales norteamericanos y en un gran banco suizo.

Gráfico 1

Índices bursátiles de Estados Unidos, Europa y España: general

(Base 100 = 31/12/2020)



Fuente: Bloomberg.

elocuentes de la revalorización significativa de la banca sobre el conjunto de sectores cotizados, especialmente en el caso europeo y español.

De cara a buscar un factor explicativo de ese favorable comportamiento diferencial de la banca frente al resto de sectores cotizados, y dentro de la

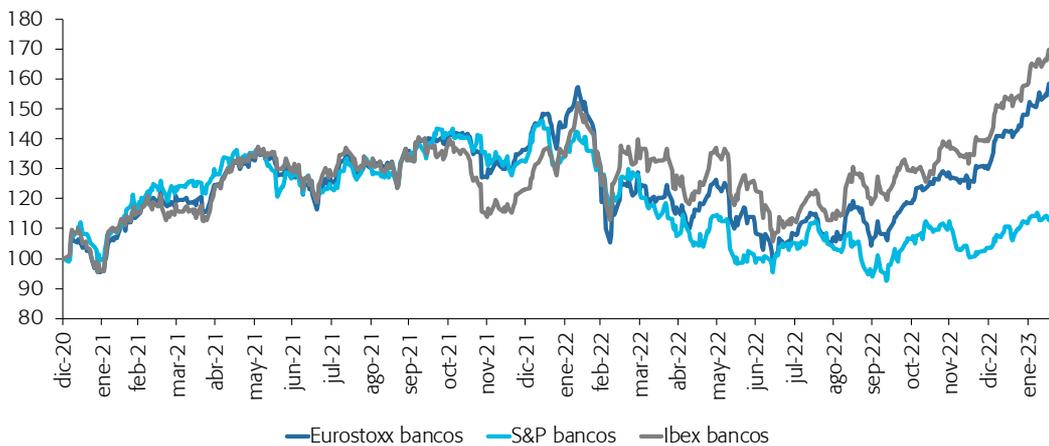
banca del mejor comportamiento de Europa frente a Estados Unidos, todo parece apuntar a la evolución reciente de los tipos de interés en el marco de endurecimiento de la política monetaria.

Esa sospecha queda suficientemente corroborada en los gráficos 3a, 3b y 3c, que presentan,

Gráfico 2

Índices bursátiles de Estados Unidos, Europa y España: bancos

(Base 100 = 31/12/2020)

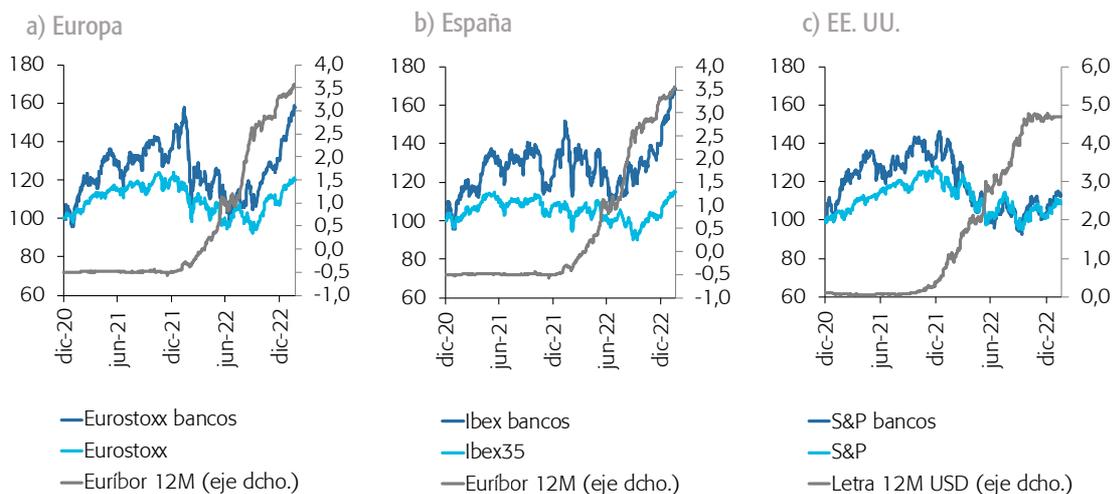


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3

Índices bursátiles generales y bancarios: correlación con los tipos de interés

(Base 100 = 31/12/2020)



Fuente: Bloomberg.

para cada una de las tres geografías analizadas (Estados Unidos, Europa y España), la evolución de sus índices bursátiles general y bancario, frente a la referencia de tipos más relevante para el negocio bancario, euríbor12 en Europa y España, y letra USD en Estados Unidos. La escasa sensibilidad que la banca estadounidense presenta al incremento de tipos en dólares contrasta con la muy elevada correlación que se produce en Europa y en España, explicando en gran medida el comportamiento diferencial frente al resto de sectores y frente a la banca estadounidense.

Esa favorable evolución de la banca europea y española les ha permitido recuperar los niveles previos a la invasión rusa de Ucrania, algo que no ocurre en Estados Unidos. Como consecuencia de ello, se produce una cierta convergencia en las valoraciones relativas a uno y otro lado del Atlántico, si bien todavía existe una clara diferencia favorable a la estadounidense. Así, la ratio entre valor de mercado y valor en libros (conocido como ratio *Price to Book* o *P/B*) presentaba al cierre de 2022 un valor medio ponderado de 0,69 en la banca europea y 0,72 en la española. Como aspecto positivo de dichas ratios cabe resaltar que superan claramente los niveles en los que se han situado, no solamente en los últimos

años, sino prácticamente desde la crisis financiera, entre 2010 y 2012.

Sin embargo, ese repunte reciente no oculta el hecho de que se hallen todavía sustancialmente por debajo de 1 y muy por debajo de la banca estadounidense que, pese a una evolución más contenida en términos de valoración bursátil, presenta una ratio *P/B* a cierre de 2022 de 1,3; aunque sustancialmente por debajo del 1,6 alcanzado en 2021, el mejor año de la banca de dicho país.

Elementos estructurales del comportamiento diferencial

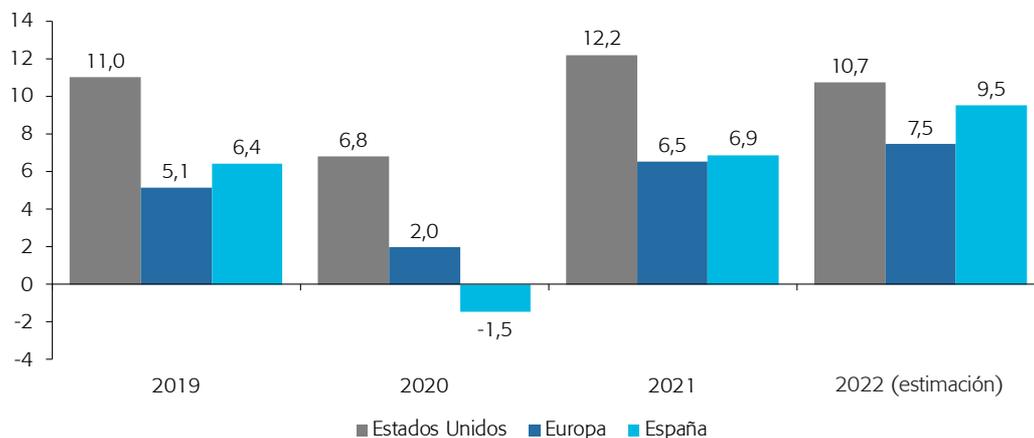
Desde la constatación de la clara inflexión y convergencia en términos de valoración de la banca europea con respecto a la banca estadounidense, cabe analizar el comportamiento observado en los principales parámetros de negocio en uno y otro caso, para tratar de extraer si esa convergencia tiene elementos estructurales.

Tradicionalmente se ha incidido en que la diferencia en valoración relativa a favor de la banca

Gráfico 4

Rentabilidad sobre el capital (ROE): Estados Unidos, Europa y España

(Porcentaje)



Fuentes: FDIC, SSM y Banco de España.

estadounidense descansaba en su capacidad para generar una rentabilidad sobre el capital (ROE) muy superior al caso europeo. Es por ello que el principal análisis debe referirse a dicho parámetro con el fin de identificar si se ha observado alguna inflexión favorable al sector bancario europeo, analizando en tal caso su carácter más o menos estructural.

Llama la atención el diferente perfil temporal que ha seguido el ROE tras la fuerte contracción que tuvo lugar en el año de pandemia. En Europa y España la banca ha seguido una senda de recuperación sostenida y acelerada, mientras en Estados Unidos registraba un comportamiento más volátil marcado por un incremento muy fuerte en 2021, para posteriormente reducirse en 2022.

En este sentido, y aunque es todavía reducido el número de entidades que han publicado resultados de 2022, se ha realizado en el gráfico 4 una estimación del ROE medio ponderado para dicho ejercicio en las tres geografías analizadas, así como su contraste con tres años muy significativos: 2019, como representativo del negocio prepandemia;

2020, como año de ajustes y saneamientos extraordinarios; y 2021, año de recuperación de dichos saneamientos.

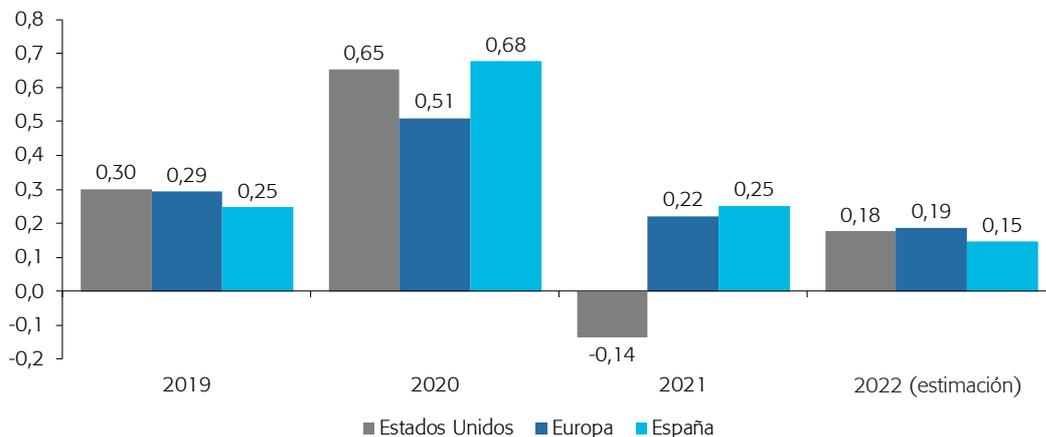
Más allá de un claro proceso de convergencia entre Europa y Estados Unidos, llama la atención el diferente perfil temporal que en una y otra geografía ha seguido el ROE tras la fuerte contracción que tuvo lugar en el año de pandemia. Tras el mismo, la banca en Europa y España ha seguido una senda de recuperación sostenida y acelerada, mientras la banca estadounidense registraba un comportamiento más volátil marcado por un fuerte incremento en 2021, para posteriormente reducirse en 2022.

De hecho, la interpretación correcta no es tanto que la rentabilidad de la banca estadounidense haya sido baja en 2022, a pesar de la caída del beneficio agregado en casi un 10 %, sino que la elevada rentabilidad de 2021 era insostenible. A dicha conclusión se llega al analizar el componente de deterioros y saneamientos de su cuenta de resultados en 2021, en la que no solamente no tuvieron lugar nuevas dotaciones, sino que una parte importante de las realizadas en 2020 en medio de la pandemia, se revertieron y se reconocieron como mayores beneficios (signo negativo en 2021 en el gráfico 5).

Gráfico 5

Coste del riesgo

(Porcentaje sobre activos totales medios)



Nota: El coste del riesgo está calculado como el volumen de deterioros de la cuenta de resultados (activos financieros y activos no financieros) sobre activos totales medios.

Fuentes: FDIC, SSM y Banco de España.

El levantamiento de dichas provisiones en 2021 y la consecuente minoración del colchón de seguridad instaurado durante el peor año de pandemia han obligado a la banca estadounidense a realizar nuevas dotaciones en 2022, en un contexto de dudas sobre el ciclo económico, teniendo en cuenta adicionalmente el mayor perfil de riesgo que muestra la banca estadounidense y, adicionalmente, el comportamiento adverso de los mercados de capitales que ha penalizado la actividad de banca de inversión.

Frente a ese perfil más volátil de la banca estadounidense, que aprovecha al máximo el exceso de provisiones en los años buenos, como 2021, y se ve obligada a dotar más en aquellos con mayor incertidumbre, como 2022, la banca europea y española presenta un perfil más conservador y, por tanto, más estable en cuanto a provisiones y su liberación en la cuenta de resultados. Las elevadas provisiones realizadas en 2020 con motivo de la pandemia no se liberaron en 2021, lo que ha permitido mantener una velocidad de cruce en 2022 sin necesidad de esfuerzos adicionales en dicha partida de la cuenta de resultados.

Gracias a ello se ha podido capitalizar en su integridad el favorable efecto que el nuevo escenario de tipos tiene sobre el margen de negocio. Este crece a doble dígito, tanto en Estados Unidos como en Europa y España, pero el mencionado impacto adverso de las provisiones revierte íntegramente ese efecto favorable del margen en Estados Unidos, algo que no ocurre en Europa.

La mejora experimentada en el ROE de la banca española y europea tiene componentes estructurales que justificarían esa inflexión en la valoración relativa frente a su homóloga estadounidense, con la que mantiene todavía un déficit de rentabilidad y valoración, pero con una brecha mucho menor que la existente de forma sistemática durante casi una década.

De todo ello parece desprenderse, por tanto, que la mejora experimentada en el ROE de la banca española y europea tiene componentes estructurales que justificarían esa inflexión en la valoración relativa frente

a su homóloga estadounidense, con la que mantiene todavía un déficit de rentabilidad y valoración, pero con una brecha mucho menor que la existente de forma sistemática durante casi una década.

Referencias

- ALBERNI, M., BERGES, A. y RODRÍGUEZ, M. (2022). La curva de tipos y el nexo bancos-deuda pública. *Cuadernos de Información Económica*, 289. <https://www.funcas.es/articulos/la-curva-de-tipos-y-el-nexo-bancos-deuda-publica/>
- ALBERNI, M., BERGES, A. y RODRÍGUEZ, M. (2023). Banca y mercado de capitales en la financiación empresarial. *Cuadernos de Información Económica*, 292. <https://www.funcas.es/articulos/banca-y-mercado-de-capitales-en-la-financiacion-empresarial/>
- BCE. (2023). Substitution between debt security issuance and bank loans: evidence form the SAFE. *ECB Economic Bulletin*, issue 1.
- BIS (2023). Why are central banks reporting losses?, does it matter? *BIS Bulletin*, 68, February.

La deuda de las comunidades autónomas: evolución reciente y perspectivas

Santiago Lago Peñas*

España es el país de la OCDE en el que la deuda regional ha aumentado más intensamente desde el comienzo de la crisis financiera, hasta el punto de ocupar en 2019 el segundo lugar del *ranking*, solamente por detrás de Canadá. Pero el comportamiento agregado oculta la existencia de fuertes diferencias entre comunidades autónomas. La dificultad de acceso a los mercados financieros impulsó la creación de mecanismos extraordinarios de financiación que han dado lugar a un profundo cambio en la nómina de acreedores, ahora encabezada por el Estado. También, durante la pandemia el Gobierno central actuó a modo de paraguas financiero, adelantando recursos y creando fondos extraordinarios. Pero las condiciones están cambiando. La finalización de los programas de compra de deuda por parte del BCE, el regreso de las reglas fiscales y la subida de los tipos de interés configuran una situación en la que la vuelta de algunas comunidades autónomas a los mercados estaría sujeta a costes financieros y primas de riesgo prohibitivas. Cabe, por tanto, explorar las posibilidades que se abren para hacer frente a estos nuevos escenarios en un contexto de fuerte asimetría entre las propias comunidades.

La deuda de las comunidades: el marco institucional

Desde su creación, las comunidades autónomas (CC. AA.) cuentan con capacidad para endeudarse. Una capacidad que, también desde su origen, se ha visto sometida a controles y límites complementarios a la disciplina de mercado que imponen los inversores.

La Ley Orgánica de Financiación de las comunidades autónomas (LOFCA) aprobada en 1980 fijó restricciones al ejercicio del endeudamiento en su artículo 14. En esencia, una “regla de oro” que obliga a destinarlo a financiar gasto de capital. En la década siguiente, se le sumaron los “Escenarios de consolidación presupuestaria”; pieza de una estrategia global para el sector público español definida para afrontar el proceso de integración en el euro. La

* Universidad de Vigo y Funcas.

El autor agradece los comentarios de Diego Martínez López a una versión previa del artículo.

puesta en marcha de la moneda común vino acompañada por la aprobación de las leyes de estabilidad presupuestaria, que diseñaron un marco de estabilidad completo.

Tras sucesivas reformas, el texto de referencia hoy es la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF) de 2012, que combina para las haciendas subcentrales una regla de equilibrio estructural, un límite de deuda (13 % sobre el PIB aplicado de forma homogénea) y una regla de gasto. La LOEPSF contemplaba un amplio período de transición que finalizaba en 2020, fecha en la que efectivamente entraban en vigor los dos primeros elementos. Hasta entonces, en el ámbito autonómico fueron sustituidos por objetivos fiscales impuestos por el Gobierno central en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF); y en el nivel local, por el mantenimiento del equilibrio o superávit total. En particular, el objetivo de déficit se ha definido en términos nominales, sobre el PIB y, generalmente, de forma homogénea para todas las comunidades autónomas. La regla de gasto sí ha estado operativa.

El “período definitivo” que arrancó en enero de 2020 fue efímero, por culpa de la pandemia: en marzo la aplicación del marco normativo quedó en suspenso por la activación de la cláusula general de salvaguarda a escala europea. Y ahí seguimos en 2023, pendientes de la redefinición de las reglas fiscales comunitarias y de la desactivación de la cláusula, previsiblemente en 2024.

En definitiva, España ha cumplido en el frente de los esfuerzos legislativos y la fijación de reglas y restricciones, especialmente en los últimos veinte años. Nuestro marco formal de reglas fiscales está entre los más avanzados y rígidos. Los cálculos de la Comisión Europea nos sitúan sistemáticamente en el primer cuartil entre los países de la UE-27 (European Commission, 2023). Y el diagnóstico no es muy diferente cuando se miran específicamente los datos para los gobiernos subnacionales en el ámbito de la OCDE (Vammalle y Bambalaité, 2021). A pesar de ello, los datos a escala regional reflejan un compromiso con la estabilidad presupuestaria significativamente más débil.

La evolución reciente de la deuda autonómica

El gráfico 1 permite comparar la evolución en los últimos quince años de los pasivos financieros de las comunidades autónomas con la de los gobiernos intermedios en el ámbito de los países de la OCDE con estructura federal. En 2007, justo antes de la Gran Recesión, el nivel de deuda español era bajo y similar al de Austria, Australia y Bélgica. La Gran Recesión alteró sustancialmente el escenario. España es el país en el que la deuda pública regional aumenta más intensamente, hasta ocupar en 2019 el segundo lugar en el *ranking*, únicamente por detrás de Canadá. De hecho, si se tiene en cuenta la larga historia de las provincias canadienses y del resto de gobiernos intermedios respecto a la relativamente corta vida de las CC. AA., el *stock* de deuda acumulada en España debería hacernos reflexionar sobre el marco institucional que pretende garantizar la estabilidad presupuestaria y sobre los incentivos que afrontan los gobiernos subcentrales.

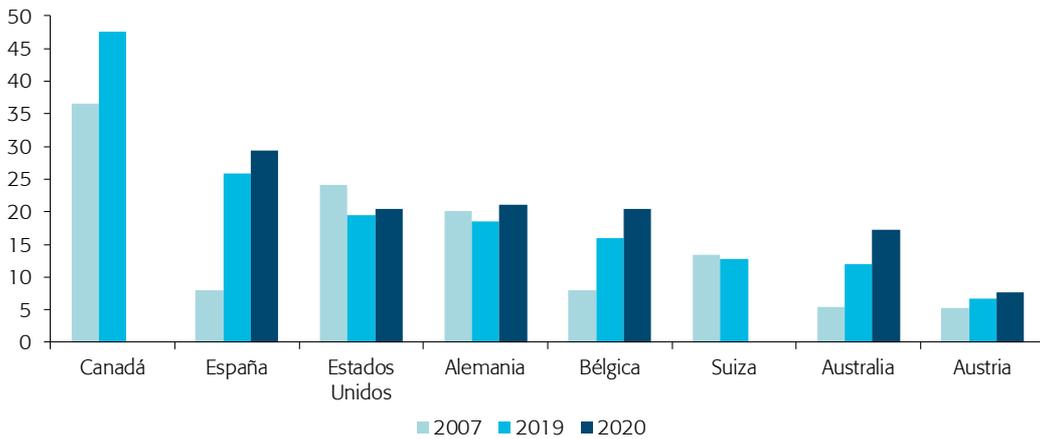
Si se analiza la responsabilidad individual en el crecimiento de la deuda autonómica entre 2007 y 2022, casi la mitad del aumento (44 %) corresponde únicamente a dos comunidades: Cataluña y Comunidad Valenciana.

El gráfico 2 permite arrojar luz sobre la causa fundamental del *stock* de deuda actual. El déficit de las comunidades autónomas llegó a superar la barrera del 5 % en 2011, con cuatro años consecutivos (2009-2012) con déficits del 2 % o más. La explicación se encuentra en la combinación de un hundimiento de los ingresos, sobre todo los más vinculados a la burbuja inmobiliaria, con un gasto difícil de ajustar a la baja, por estar concentrado en servicios públicos fundamentales como la educación, la sanidad o los servicios sociales. El contraste con lo sucedido en la pandemia es notable, porque en este caso, el Gobierno central actuó a modo de paraguas financiero, adelantando recursos como si

Gráfico 1

Deuda de los gobiernos intermedios en los países de la OCDE en 2007, 2019 y 2020

(Porcentaje de PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de OECD (2021).

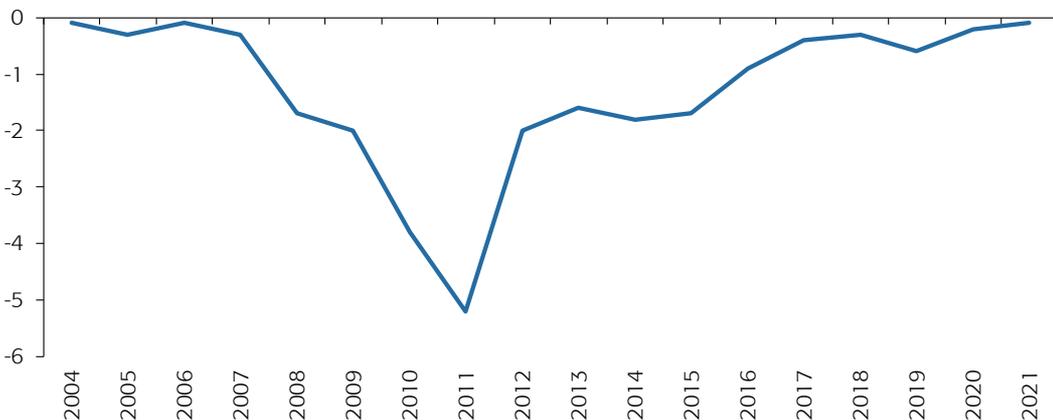
la recaudación tributaria no cambiase respecto a las previsiones iniciales y creando fondos extraordinarios de financiación con elevadas dotaciones (Lago Peñas, 2021). De hecho, el resultado financiero agregado en 2020 y 2021 nos retrotrae a los ejercicios del *boom* económico que precedió a la Gran Recesión.

En todo caso, el comportamiento agregado que reflejan los gráficos anteriores oculta la existencia de fuertes disparidades entre CC. AA. El gráfico 3 muestra que, en términos de PIB regional, los pasivos financieros de la Comunidad Valenciana se acercan al 45 % y triplican los de Canarias, Madrid, País Vasco, Asturias o Navarra; y que otras

Gráfico 2

Evolución de la necesidad o capacidad de financiación de las comunidades autónomas

(Porcentaje del PIB)

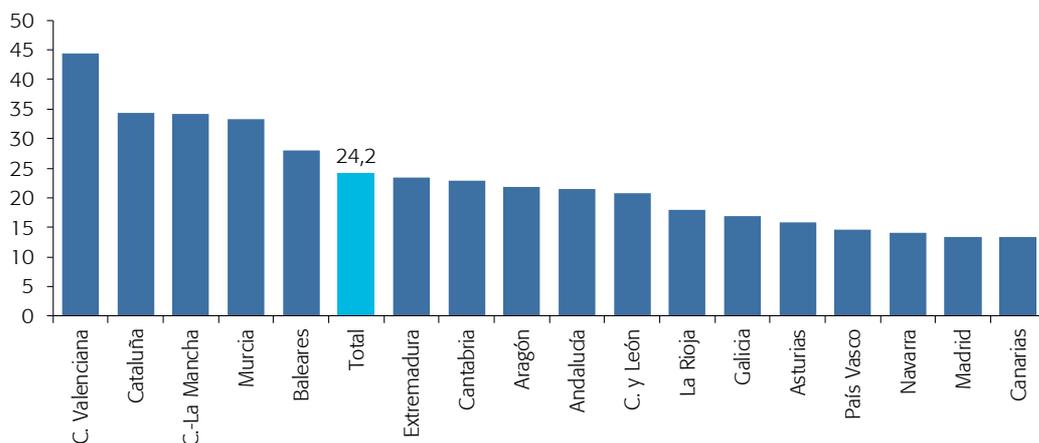


Fuente: Elaboración propia a partir del Banco de España (2023).

Gráfico 3

Deuda de las comunidades autónomas a finales del tercer trimestre de 2022

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir del Banco de España (2023).

tres comunidades (Cataluña, Castilla-La Mancha y Murcia) superan ampliamente el 30 %. El gráfico 4 refuerza esta idea. Si analizamos la responsabilidad individual en el crecimiento de la deuda del sector CC. AA. entre 2007 y 2022, casi la mitad del aumento (44,1 %) corresponde únicamente a dos: Cataluña y Comunidad Valenciana.

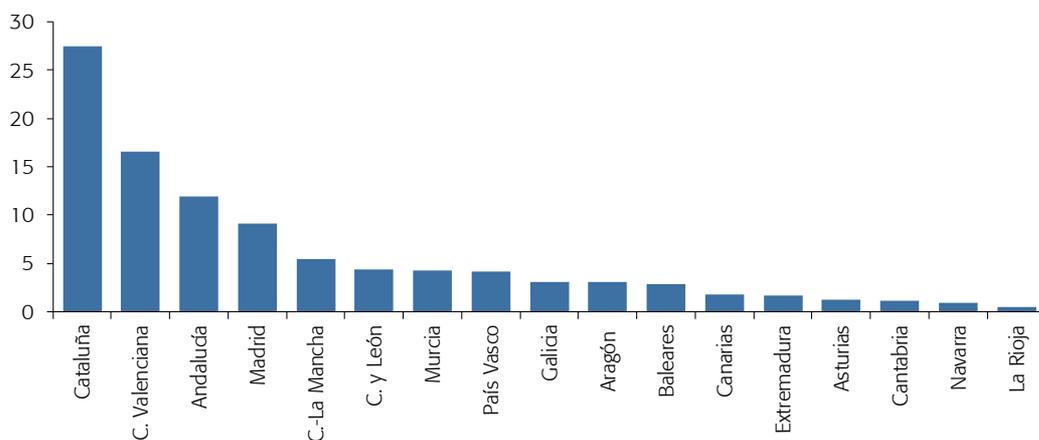
Los mecanismos extraordinarios de financiación

La dificultad de acceso a los mercados financieros provocó que esta necesidad de endeudamiento adicional acabara canalizándose a través de diversos mecanismos extraordinarios de financiación (MEF)

Gráfico 4

Contribuciones al aumento de la deuda autonómica respecto al PIB entre 2007 y 2022

(Porcentaje del total)

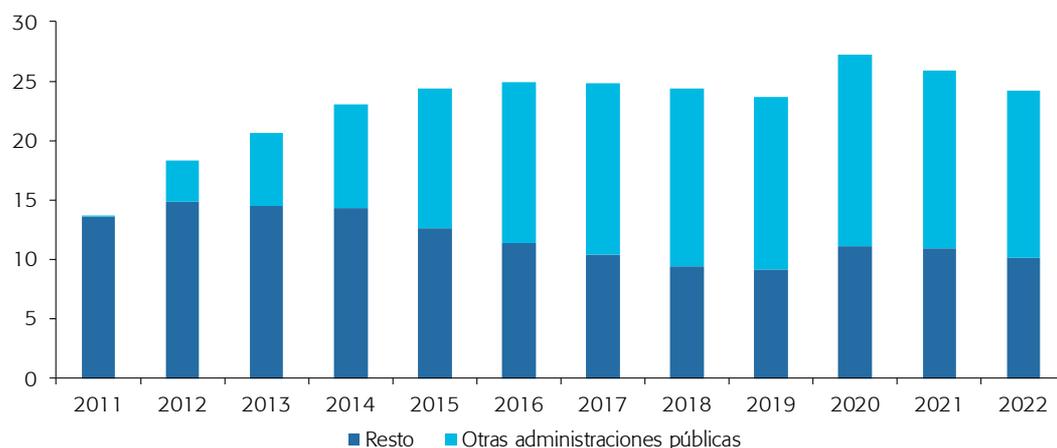


Fuente: Elaboración propia a partir del Banco del España (2023).

Gráfico 5

Deuda de las comunidades autónomas por acreedores

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir del Banco de España (2023).

puestos en funcionamiento por el Gobierno central a partir de 2012¹. El resultado inmediato es un profundo cambio en la nómina de acreedores (gráfico 5). Si en 2011 la deuda de las comunidades autónomas con otras administraciones era residual (apenas el 0,1 % del PIB español), en el tercer trimestre de 2022 la ratio se sitúa en 14,1 %, lo que implica que el 57,8 % de la deuda autonómica esté ya en manos del Ministerio de Hacienda. De hecho, el resto de su deuda ha caído en términos nominales en el mismo período desde 145 a 132 millardos y como porcentaje de PIB español, de 13,6 % a 10,1 %.

Cuando se desciende a la distribución territorial de los MEF, se vuelve a constatar las asimetrías ya comentadas. El gráfico 6 pone en relación la cuota poblacional de las comunidades de régimen común y la cuota sobre los mecanismos. Comunidad Valenciana y Cataluña suponen alrededor de

un 27 % de población, pero absorben el 57 % de los recursos. A ambas hay que sumarles a Castilla-La

A pesar de las enormes diferencias en las ratios de endeudamiento, el rango en el que se mueven los ratings crediticios es limitado. En estas evaluaciones pesa, sin duda, la garantía del Tesoro y se intuye la existencia de expectativas de rescate financiero si ello fuera necesario.

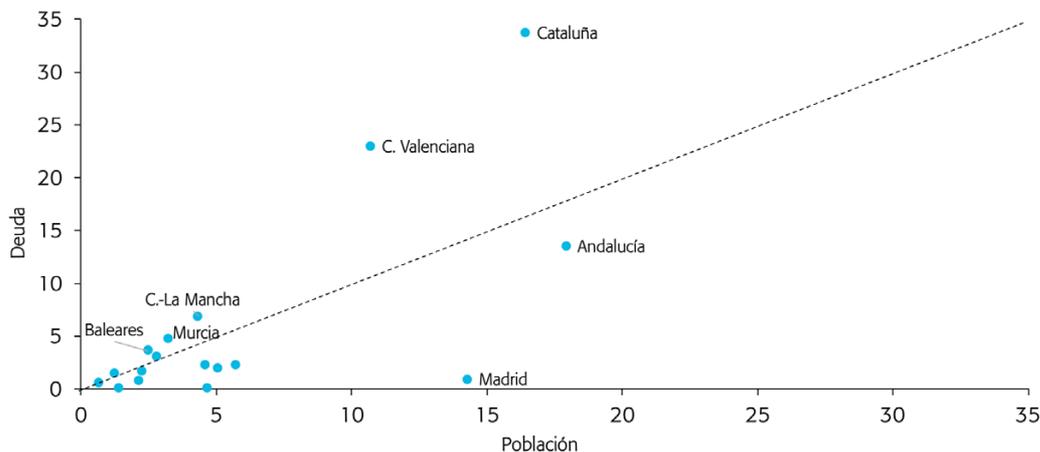
Mancha, Murcia y Baleares, que son las CC. AA. por encima de la bisectriz y, por tanto, cuya apelación relativa a los MEF se sitúa por encima de su cuota demográfica. Sumando los pesos de las cinco, tenemos el 72 % del importe de los MEF, pero solamente el 37 % de la población. La Comunidad de Madrid es el extremo opuesto. Siendo la tercera en población, su apelación a los MEF es marginal.

¹ La implementación de estos mecanismos supone, además, la suspensión parcial de la “regla de oro” contenida en la LOFCA. Así lo dispone el punto 9 de la disposición adicional 1ª de la LOEPSF introducido el 21 de diciembre de 2013: “Las operaciones de crédito que las Comunidades Autónomas concierten con cargo a los mecanismos adicionales de financiación cuyas condiciones financieras hayan sido previamente aprobadas por la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos quedarán exceptuadas de la autorización preceptiva del Estado, y no les resultarán de aplicación las restricciones previstas en el apartado dos del artículo 14 de la Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas y en la disposición transitoria tercera de esta Ley.”

Gráfico 6

Relación entre las cuotas autonómicas en población en 2021 y los mecanismos extraordinarios de financiación (2012-2023)

(Porcentajes sobre el total)



Fuentes: Elaboración propia a partir del Ministerio de Hacienda y Función Pública (2023) y del sitio *web* del INE.

A pesar de las enormes diferencias en los ratios de endeudamiento, el rango en el que se mueven los *ratings* crediticios es limitado (cuadro 1). En estas evaluaciones pesa, sin duda, la garantía del Tesoro; y se intuye la existencia de expectativas de rescate financiero, llegado el caso.

Sobre los desafíos que plantea la deuda en el escalón autonómico

Las condiciones favorables de los últimos años están cambiando ya. El programa extraordinario de compra de deuda, la suspensión de las reglas fiscales y los tipos de interés negativos permitieron vivir con normalidad una situación que dista de serlo. En el frente autonómico, toca pensar ya en un horizonte sin mecanismos extraordinarios de financiación. El problema es que la vuelta repentina a los mercados de algunas comunidades autónomas estaría sujeta a primas de riesgo prohibitivas. De hecho, la carga de la deuda con los tipos que se prevén hacia finales de año para la deuda del Tesoro obligaría a comunidades como la valenciana o a Cataluña a dedicar el 10 % o más de su presupuesto ordinario al pago de intereses; si bien es verdad que este incremento en el capítulo III de gasto podría dilatarse en el

tiempo, en función de la vida media de la deuda viva y las exigencias sobre las nuevas emisiones.

Además, la fuerte asimetría en los importes de los mecanismos extraordinarios de financiación entre autonomías complica enormemente las soluciones a la deuda acumulada hasta el momento. Una condonación de deuda simétrica sería insuficiente. Pero hacerlo de forma diferenciada se enfrentaría, muy probablemente, a un fuerte rechazo político y social en las CC. AA. que han recurrido en menor grado a los mecanismos. Además, fórmulas que supongan quitas del principal podrían generar mensajes negativos sobre la probabilidad de *bailouts* futuros y la credibilidad del marco de estabilidad fiscal español.

Algunos analistas han planteado una solución alternativa, consistente en dejar a un lado la discusión sobre los principales pendientes de pago y concentrarse en su coste y en el plazo de devolución para garantizar que la carga de la deuda es soportable para todos. Es cierto que, también en este caso, las comunidades más endeudadas seguirían siendo ayudadas de forma similar a como lo están siendo hoy, porque el Tesoro va a tener que endeudarse a tipos muy superiores a lo largo de la vida de esa deuda. Pero, seguramente, sería más asumible

Cuadro 1

Clasificación crediticia de las comunidades autónomas

Com. autónoma	Fitch	Moody's	Standard & Poor's
Subsector	A-	Baa 1	A
Andalucía	BBB-	Baa2	BBB+
Aragón			BBB+
Asturias		Baa 1	
Baleares			BBB+
Canarias	BBB-		A
Cantabria	BBB-		
Castilla y León		Baa 1	
Castilla-La Mancha	BBB-	Ba 1	
Cataluña	BBB-	Ba 1	
Extremadura		Baa2	BBB
Galicia		Baa 1	A
Madrid	BBB	Baa 1	A-
Murcia	BBB-	Ba 1	
Navarra			AA-
Pais Vasco	A	A3	AA-
La Rioja	BBB-		
C. Valenciana	BBB-		BB

Fuente: AlReF (2023).

políticamente. Además, si en paralelo se acomete una reforma que mejore el sistema de financiación autonómica, las proyecciones financieras de las CC. AA. les permitirían recuperar la confianza de los inversores y volver a financiar en los mercados, sin pagar sobrecostes significativos, el déficit futuro y las renovaciones de la deuda que no está en manos de otras administraciones públicas.

Más allá de la discusión sobre los mecanismos extraordinarios de financiación, cuya permanencia habrá de someterse a escrutinio, resulta necesario pensar en una adaptación del actual marco de estabilidad fiscal teniendo en cuenta tanto las exigencias que impondrán las nuevas reglas europeas como la necesidad de resolver las carencias detectadas.

Al respecto de la dimensión europea y teniendo en cuenta el borrador de propuesta de la Comisión,

se abren diferentes posibilidades; entre ellas, las tres siguientes (Lago Peñas, 2023). Primero, replicar el

Más allá de la discusión sobre los mecanismos extraordinarios de financiación, cuya permanencia habrá de someterse a escrutinio, resulta necesario pensar en una adaptación del actual marco de estabilidad fiscal teniendo en cuenta las exigencias que impondrán las nuevas reglas europeas.

esquema comunitario, con una regla de gasto calibrada para cada comunidad autónoma en función de la distancia de su nivel de deuda sobre el PIB al ancla que se establezca. En segundo lugar, mantener lo fundamental del marco transitorio vigente hasta 2020 y seguir operativizando la estabilidad

fiscal en un objetivo de déficit expresado como porcentaje de PIB. De forma multilateral y en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera, se discutiría el reparto vertical del saldo presupuestario para el conjunto de las administraciones públicas y el reparto horizontal entre CC. AA. La tercera vía sería soslayar el déficit y la deuda y aplicar, a escala autonómica, la regla de gasto computada para el conjunto de las administraciones públicas. Tanto las soluciones basadas en la aplicación de una regla de gasto como un esquema que siga gravitando sobre el saldo presupuestario podrían combinarse con la creación de fondos de estabilización autonómicos individuales que permitan generar colchones financieros en la fase alcista de la coyuntura para garantizar la financiación de servicios públicos esenciales y, por tanto, refractarios al ajuste a la baja del gasto.

La aplicación de las nuevas reglas fiscales podría combinarse con la creación de fondos de estabilización autonómicos individuales que permitan generar colchones financieros en la fase alcista de la coyuntura para garantizar la financiación de servicios públicos esenciales y, por tanto, refractarios al ajuste a la baja del gasto.

En cuanto a las soluciones a carencias detectadas, hay que destacar tres. Es perentoria una reforma del sistema de financiación que proporcione más capacidad financiera potencial a las comunidades autónomas, para que puedan ajustar mejor las decisiones de gastos e ingresos ordinarios. La experiencia internacional muestra que la descentralización de la capacidad fiscal es un factor de contexto fundamental para el cumplimiento efectivo de las reglas fiscales.

En segundo lugar, toca revisar el capítulo IV de la LOEFSP para suprimir las medidas preventivas, correctivas y coercitivas que la experiencia ha demostrado que no son aplicables por consideraciones de economía política y, a cambio, generar expectativas creíbles de lo que permanezca o se introduzca como novedad sea de aplicación automática.

Finalmente, sería conveniente reforzar aquellos elementos de gobernanza multinivel del Estado autonómico que no precisan una reforma constitucional —que exigiría un consenso político muy amplio y, por ello, difícil a corto y medio plazo—; en particular, la Conferencia de presidentes y el CPFF. La primera para ganar regularidad y convertirse en eje de la discusión política a alto nivel sobre asuntos con implicaciones autonómicas. Y el segundo, incrementando los recursos materiales y humanos para encargarse de todo el trabajo técnico necesario para fundamentar esa gobernanza multinivel y alterando el reglamento interno para que las votaciones requieran consensos más amplios que en la actualidad.

Referencias

- AIREF. (2023). Observatorio de Información Económica-Financiera de las CC. AA. <https://www.airef.es/es/informe-economico-financiero-de-las-ccaa/>
- BANCO DE ESPAÑA. (2023). *Boletín Estadístico*. Capítulo 13. <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest13.html>
- EUROPEAN COMMISSION. (2023). Fiscal governance database. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/fiscal-governance-database_en
- LAGO PEÑAS, S. (2021). Finanzas descentralizadas: el segundo año de pandemia. *Cuadernos de Información Económica*, 281 (marzo-abril). <https://www.funcas.es/articulos/finanzas-descentralizadas-el-segundo-ano-de-la-pandemia/>
- LAGO PEÑAS, S. (2023). Las reglas fiscales europeas y su plasmación en las haciendas subcentrales españolas., *Papeles de Economía Española*, 175.
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA. (2022). Informe sobre los mecanismos de financiación de las CC.AA. Balance 2012-2021. www.hacienda.gob.es
- OECD. (2021). *Government at a Glance 2021*. www.oecd.org
- VAMMALLE, C. y BAMBALAITÉ, I. (2021). Fiscal Rules for Subnational Governments: The Devil's in the Details. *OECD Working Papers on Fiscal Federalism*, 35. www.oecd.org

La nueva curva de tipos de interés del euro: ¿pivotando sobre el largo plazo?

Ignacio Ezquiaga y José Manuel Amor*

Este artículo realiza una revisión analítica de los nuevos niveles de tipos de interés alcanzados recientemente por el euro, recogiendo y anticipando las subidas aprobadas por el Banco Central Europeo (BCE) y el inicio de la normalización de su balance, así como el nuevo contexto de inflación en la eurozona. El artículo utiliza la información de curvas de tipos de interés nominales (*spot* y *forward*), las expectativas de inflación, ya sean de mercado o vía encuestas, y los tipos reales estimados. La cuestión que se plantea es si, tras el sustancial desplazamiento al alza de los tipos a corto acaecido desde el verano de 2021, los tipos a más largo plazo han encontrado ya su zona de estabilización y si, en adelante, la curva pivotará sobre ellos.

Cambio de coordenadas

Al inicio de 2022 los bonos federales de Alemania a 10 años abandonaban más de tres años de rentabilidades negativas para adentrarse en terreno positivo. Un año más tarde, se sitúan en el entorno del 2,5 %. Los medios y las redes destacan a diario los detalles del ascenso de tipos de interés de referencia de la política monetaria del euro, pero pocas veces se detienen en analizar el profundo cambio que está teniendo lugar en los niveles de los tipos de interés a lo largo de lo que denominamos la curva de rentabilidades –la relación entre el nivel de los tipos de interés y sus plazos en un mercado concreto y en cada instante–, su significado y el mensaje que emiten sobre su futura evolución.

Los tipos de interés a largo plazo en la curva y los tipos implícitos

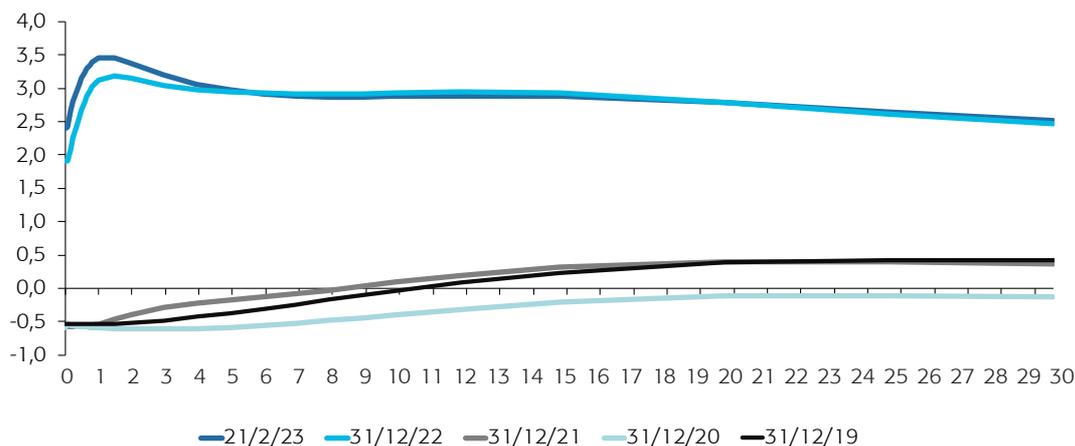
Las curvas de tipos de interés se desplazan en el tiempo cambiando su perfil, siguiendo un patrón bastante recurrente empíricamente: los tipos altos o restrictivos definen un perfil negativo en la curva –descontando descensos futuros de los tipos a corto que controla el banco central– y los tipos bajos o acomodaticios, configuran perfiles positivos –poniendo en precio ascensos futuros–. El sentido financiero de este patrón reside en el carácter asintótico de los tipos a corto descontados por las curvas en el largo plazo. De alguna forma, los tipos a largo son “medias” de los tipos implícitos o descontados para el futuro. En el gráfico 1 puede contemplarse

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Curva de tipos de interés del euro en distintas fechas (vía OIS, overnight index swaps, del €STR)

(Porcentaje)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

el desplazamiento de la curva del euro entre 2013 y 2023, un periodo en el que la curva solo ahora muestra pendiente negativa, al ser los tipos a corto restrictivos.

¿Son entonces los tipos implícitos a plazo en la curva de tipos de interés los tipos esperados por el mercado? Esta es la gran pregunta que se ha venido haciendo la literatura en finanzas. Aquí nos limitamos a presentar los tipos implícitos e interpretarlos como tipos futuros descontados por el mercado en cada momento, y a recordar que no necesariamente expresan “solo” expectativas. No siempre las expectativas “cabalgan” sobre la curva con libertad: los participantes del mercado —emisores, compradores, vendedores— se enfrentan a decisiones marcadas por la regulación, el estilo de gestión o por cambios bruscos en la estructura de oferta y demanda de bonos.

Todo ello puede incidir en el perfil de las curvas, materializándose en primas sobre o bajo los tipos descontados o implícitos. No es este el artículo para realizar un análisis empírico con datos recientes, pero bastará decir que las compras de bonos de los bancos centrales después de 2008 parecen haber tenido un impacto de este tipo sobre los tipos a medio y largo plazo de las curvas de tipos de interés

(gráfico 2). La política monetaria de la zona del euro ha utilizado instrumentos no tradicionales desde el inicio de la crisis financiera mundial en 2007-2008, y su balance se ha convertido en un espejo de las complejas fuerzas que han configurado la gestión de la liquidez —inyecciones masivas de liquidez— y la formación de la curva de rendimientos (expansión cuantitativa o QE), centrándose cada vez más en los tipos a largo plazo, como señalan Gulati y Smith (2022).

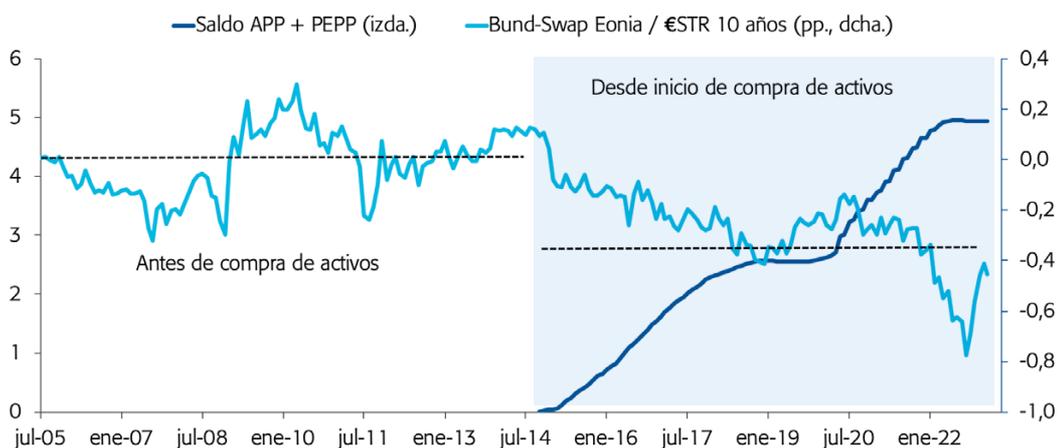
Es probable que los tipos a largo plazo hayan incluido una prima negativa durante el periodo de expansión cuantitativa (QE), parcialmente invertida desde su finalización.

En consecuencia, es probable que los tipos a largo plazo hayan incluido una prima negativa durante el periodo de QE, parcialmente invertida desde su finalización. Paralelamente, el diferencial entre el rendimiento efectivamente negociado en el mercado y el construido capitalizando los tipos implícitos a corto plazo para el tenor en cuestión constituye una distorsión adicional. El propio BCE ha reconocido el fenómeno que ha afectado mucho

Gráfico 2

Compras de activos del BCE y aproximación a la prima por plazo en la deuda alemana a 10 años

(Billones de euros y puntos porcentuales)



Fuentes: Afi a partir de datos de BCE y Bloomberg.

más a los mercados de obligaciones (deuda pública negociada) que a los mercados de *swaps* de tipos de interés.

Una rápida reducción del balance, en concreto vía ausencia de reinversión y fuertes ventas directas de deuda, contribuiría a “normalizar” esta distorsión y elevar el nivel de los tipos a largo (para una misma expectativa de evolución de los tipos a corto), pero acarrearía otra serie de consecuencias —por ejemplo, sobre las primas de riesgo soberanas en el mercado de deuda euro— que hoy por hoy no son deseables ni deseadas por parte del banco central.

Los tipos reales a largo plazo y la tasa natural real r^*

Los tipos de interés a largo plazo desvelan sendas de tipos a corto descontados, pero pueden también contemplarse como el resultado de sumar la inflación anual esperada en el horizonte del plazo analizado y una prima por interés real. Descomponer de esta forma los tipos de interés largo plazo ayuda a entender su nivel, pues abre un debate importante en la política monetaria: el de comparar el tipo real con el tipo natural real (de equilibrio).

Para ello debemos basarnos no en la inflación efectiva pasada, sino en la inflación “esperada” cotizada por los mercados (la compensación exigida por los bonistas, por ejemplo, capturada por los *breakeven* de inflación de bonos indicados a esta variable) o prevista por los agentes económicos a través de encuestas en un horizonte determinado. De la diferencia entre el tipo de interés nominal de ese mismo plazo y dichas medidas de inflación futura se extrae el tipo de interés real comparable con el natural real correspondiente.

Comencemos con la inflación esperada. En un contexto como el actual de cambios bruscos en los precios relativos y elevada volatilidad en la inflación observada y cotizada —el principal *input* de la formación de las expectativas de inflación—, es especialmente complejo estimar la inflación efectivamente esperada a largo plazo, ya que el componente transitorio dentro de la inflación observada es elevado. Por eso, existe mucha volatilidad e incertidumbre. La elevada inflación actual es un fenómeno global debido, de una parte, a componentes sectoriales (o de oferta) y, de otra, a factores de demanda. Entre los sectoriales destacan el *shock* de precios energéticos, materias primas y alimentos frescos derivado de la guerra en Ucrania y las sanciones a Rusia. La disrupción en las cadenas de suministro es otro factor

relevante. Respecto a los factores de demanda, el fuerte resurgir del consumo en servicios relacionados con la reapertura de la movilidad y el turismo y el aumento brusco del consumo, agudizado por el ahorro embalsado durante los dos años de confinamientos, son factores causantes de una mayor inflación.

Además, otros factores decisivos en la formación de las expectativas son la eficacia esperada de la política monetaria y la credibilidad del banco central en la formulación de un objetivo simétrico —el 2 % en el caso, tanto de la Reserva Federal como del BCE— y la independencia del banco central y la evidencia sobre su perseverancia antiinflacionista en otros periodos históricos. El funcionamiento del mercado laboral, la competencia, o las otras políticas económicas y el entorno internacional son aspectos igualmente importantes.

Tras la crisis de 2008 siguieron los años de la Gran Recesión. En ellos los bancos centrales hubieron de enfrentarse a las presiones deflacionarias a que ya hemos hecho referencia. Ello afectó a la inflación esperada a largo plazo, que llegó a situarse por debajo del 2 %, alertando de un posible desanclaje a la baja de las expectativas para esta variable en ese horizonte. Pero no hay que olvidar que antes del largo ciclo recesivo, que sin duda alimentó la baja inflación, la economía global atravesó la Gran Moderación, que arranca mediados los ochenta y generó la burbuja de crédito que explotó en 2007, un periodo expansivo, pero de moderada inflación, en la que actuaban también otros factores deflacionarios, como el cambio tecnológico, la globalización y la reducción del poder de negociación de los trabajadores (ver Schnabel, 2022).

¿Cuáles son ahora las expectativas de inflación a largo plazo?

Las encuestas a agentes de mercado, en este caso a profesionales de la previsión económica (la *Survey of Professional Forecasters* o *SPF* que publica trimestralmente el BCE) apuntan a una inflación a medio plazo ligeramente por encima del objetivo del BCE, el 2 %. No puede hablarse, en base a

estas previsiones, de un desanclaje de las expectativas de inflación. En todo caso, las respuestas de los encuestados sobre la probabilidad asociada a distintos escenarios arrojan un desplazamiento de la cola derecha de la distribución de inflación en los últimos dos años.

Por otro lado, la compensación por inflación cotizada en el mercado de *swaps* de inflación cupón cero (desde 1 a 10 años) permite calcular la senda de inflación anual (estanca) en dicho horizonte (gráfico 3). La senda cotizada hoy apunta a una moderación de la inflación hacia tasas del 2,5 %-2,6 % a 2-3 años, y su permanencia en torno a niveles de 2,45 % a medio y largo plazo; es decir, un horizonte de inflación a todos los plazos por encima del objetivo del BCE (2 %).

Cabe decir, pues, que tanto las encuestas como, sobre todo, el mercado, descuentan un escenario de inflación a medio plazo que, en promedio, se sitúa ligeramente por encima del objetivo del BCE, y que la probabilidad asociada a un escenario más alcista para esta variable es todavía lo suficientemente alta, creemos, como para generar incomodidad en el seno de la autoridad monetaria.

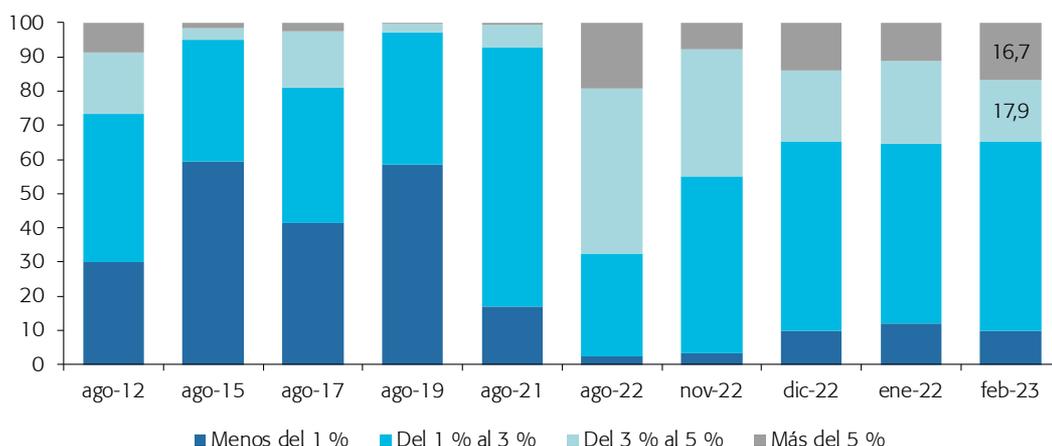
Tanto las encuestas como, sobre todo el mercado descuentan un escenario de inflación a medio plazo que, en promedio, se sitúa ligeramente por encima del objetivo del BCE, y la probabilidad de un escenario más alcista es todavía lo suficientemente alta como para generar incomodidad en el seno de la autoridad monetaria.

Hay que señalar que el importante descenso de tipos de interés a largo plazo observado en las principales economías entre 2008 y 2021, se debió no solo al descenso de la inflación observada, sino también a una pronunciada caída de los tipos de interés reales y de su nivel de equilibrio natural. Ahora, tras el ascenso de la inflación en 2022 y 2023, los tipos reales han subido fuertemente desde niveles negativos, pero siguen siendo bajos.

Gráfico 3

Escenarios de probabilidad para la inflación a cinco años derivados del mercado de *swaps* ligados a la inflación

(Porcentaje)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

Si seguimos la definición clásica, el tipo real natural o neutral r^* es el que corresponde a una economía en pleno empleo. En Fisher (2017) se sugiere un enfoque pragmático para su concreción: el tipo real natural a largo plazo es el que equilibra la oferta de ahorro con la demanda de inversión en el largo plazo, cuando la economía está en pleno empleo. Unos tipos reales bajos, en términos históricos, estarían mostrando o bien un exceso de ahorro, o bien un hundimiento de la demanda de inversión, o ambas cosas a la vez. Unos tipos reales bajos son una característica común de todas las economías industrializadas y motivo de preocupación por varias razones: por ejemplo, pueden aumentar los riesgos de caer en una trampa de liquidez estilo la detectada por Keynes; pueden ser resultado del estancamiento secular como el descrito por Summers (2016); origen de inestabilidad financiera al incentivar al inversor la asunción de mayores riesgos en busca de rentabilidad; o estar trasladando un mensaje muy sombrío sobre el crecimiento potencial de la economía.

Efectivamente, los factores que explican los bajos tipos reales en un mundo global pueden esquematizarse, siguiendo a Fisher (2017) y a Lane (2019), como los siguientes:

- Un bajo crecimiento potencial o tendencial de la economía reduce las oportunidades de inversión rentable para las empresas o conduce a los hogares a prever un menor crecimiento de su renta y a gastar menos y ahorrar más. En EE. UU. se estimaba en 2017 que el crecimiento potencial era del 1,7 % cuando en media de los 20 años anteriores a la crisis financiera de 2008 había sido el doble.
- Menores desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente en las diferentes áreas monetarias. El hecho de que los bajos tipos reales sean un fenómeno global hace pensar que la reducción del déficit corriente en EE. UU. desde 2008 ha sido la expresión de una menor demanda neta de ahorro exterior.
- La pirámide de población. Al aumentar el envejecimiento, el peso demográfico de la población jubilada aumenta y se reduce el endeudamiento y aumenta el ahorro.
- Menor inversión. Una mayor incertidumbre política o económica, el impacto del cambio tecnológico en la viabilidad de los modelos de negocio o en la obsolescencia, la reducción de la competencia, la sustitución de activos

Gráfico 4

Evolución histórica de tipos de interés nominal y real y *breakeven* de inflación a 10 años (*IRS* del euro)

(Porcentaje)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

arriesgados por los de mayor calidad y el aumento de la concentración entre empresas son algunos factores que podrían estar retrasando proyectos empresariales.

Todos estos factores han conducido a una reducción histórica del tipo natural real y cabe pensar que siguen vigentes hoy. El tipo real natural a largo plazo no es observable, pero en EE. UU. se calculaba que había descendido de una media del 2 % antes de la crisis de 2008 hasta el 0,5 %. Ya en el euro, Lane (2019) situaba el tipo natural real a largo plazo en 2019 en una zona próxima a cero o incluso negativa, entre el -1,5 % y el 0,5 %, en contraste con una banda en positivo del 2 % al 0,5 % en 2008. Esta caída de los niveles naturales a largo plazo ha implicado una reducción de espacio para una política convencional de tipos de interés. Una política expansiva trata de situar los tipos de intervención monetaria suficientemente bajos como para provocar tipos reales a largo plazo bajos e inferiores a los tipos reales naturales, con el fin de contribuir a la expansión de la economía. Si los niveles naturales son ya muy bajos o negativos, ¿cómo conseguirlo? Este ha sido el mayor desafío para las políticas monetarias acomodaticias de la mayor parte de la década pasada y el origen del recurso a la compra de activos (*QE*) y otras medidas no convencionales.

El tipo real a largo plazo del euro se situó en el entorno del 2 % antes de 2008. Después, hizo un profundo recorrido a la baja, hasta pasar a niveles negativos, agudizados durante la pandemia, del -1 % al -2 %, como puede apreciarse en el gráfico 4, construido sobre el *interest rate swaps (IRS)* a 10 años, en el que se utiliza la compensación por inflación que proporciona el *breakeven* de inflación de *swaps* sobre esta variable. Más recientemente, tras la reapertura de la economía en 2021 y el *shock* inflacionario de la guerra, ha escalado a un nivel positivo del 1 %.

Las subidas de los tipos de referencia descontadas por la curva de rendimientos del euro, hasta el 3,5 % en junio de 2023, parecen haber situado los tipos reales a largo plazo en niveles restrictivos, algo por encima de sus correspondientes tipos reales naturales, aunque todavía bajos en términos históricos.

Ese nivel sigue siendo bajo en términos históricos y ello se debe a que la mayoría de los factores responsables de los bajos tipos de interés naturales siguen en juego. Es concebible que actualmente estemos cerca, pero aún por encima, de los tipos

naturales. En otras palabras, las subidas de los tipos de referencia descontadas por la curva de rendimientos del euro, hasta el 3,5 % en junio de 2023, parecen haber situado los tipos reales a largo plazo en niveles restrictivos, algo por encima de sus correspondientes tipos reales naturales, aunque todavía bajos en términos históricos.

Conclusiones: ¿estamos ya en niveles estables a largo plazo?

Los tipos de interés nominales a largo plazo, como hemos visto en este trabajo, dependen de tres grandes factores. El primero, los tipos reales. Aunque seguramente el tipo natural real a largo plazo seguirá siendo históricamente bajo por factores estructurales que hemos recordado aquí, varios factores hacen recomendable la prudencia respecto a la hipótesis de una estabilidad del nivel actual de los tipos reales a largo plazo que haría que los desplazamientos futuros de la curva de tipos, al alza o a la baja, pivotaran en ellos.

El segundo factor es la estructura de oferta y demanda, en la que el balance del banco central tiene un papel fundamental. El hecho de que el BCE no haya reducido la cartera de deuda más aceleradamente, habiendo tenido las pasadas compras de deuda un importante impacto a la baja mientras existieron, hace pensar en un importante potencial recorrido al alza por su eventual reversión. Mucho dependerá de la velocidad con que el BCE reduzca su cartera de bonos a partir de la revisión anunciada para junio.

Por último, las expectativas de inflación a largo plazo. Estas están relativamente ancladas en el 2 % pero el riesgo de un desplazamiento al alza no es despreciable. De producirse, sería necesaria una mayor severidad en la política monetaria. Y en esta tesitura, además de elevar más los tipos de intervención, se elevaría la probabilidad de que el BCE usara su cartera de deuda para imprimir tensión sobre los tipos reales, situándolos más altos que el tipo natural, en mayor medida y por más tiempo, reforzando así el impacto de unos tipos a corto más restrictivos y desplazando los tipos nominales al alza junto al resto de la curva.

Referencias

- AHNERT, T., K. ANAND y KÖNIG, P. J. (2022). Real interest rates, bank borrowing and fragility. *ECB Working Papers*, núm. 2755.
- BUUNDICK, B. y SMITH, A. L. (2020). Policymakers have options for additional accommodation: forward guidance and yield curve control. *Economic Bulletin*. Federal Reserve Bank of Kansas City
- CLAEYS, G. (2021). *What Are the Effects of the ECB's Negative Interest Rate Policy?* Monetary Dialogue Papers. Bruegel.
- EUROPEAN CENTRAL BANK. Overview of the €STR. https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/index.en.html
- EUROPEAN CENTRAL BANK. Survey of Professional Forecasters. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/index.en.html
- EUROPEAN CENTRAL BANK: The effects of APP reinvestments on euro area bond markets. Closing remarks by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the ECB's Bond Market Contact Group meeting, 12 June 2019. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190612_1~1a3bede969.en.html
- FERREIRA, T. y DAVIN C. (2022). Longer-run neutral rates in major advanced economies. *FEDS Notes*. Federal Reserve Board.
- FISHER, S. (2017). The low level of global real interest rates. Speech. Federal Reserve Board.
- GULATI, C. y SMITH, A. L. (2022). The evolving role of the Fed's balance sheet: effects and changes. *Economic Review*, 4Q. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- LANE, P. R. (2019). Determinants of the real interest rates. Speeches. BCE.
- ROGOFF, K. S., ROSSI, B. y SCHMELZING, P. (2022). *Long-run trends in long-maturity real rates*.
- SCHNABEL, I. (2022). Monetary policy in a cost-of-living crisis. Speeches. BCE.

Shadow banking: una distorsión de negocio bancario

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

Desde el inicio de la crisis financiera de 2007 en Estados Unidos, la denominada banca en la sombra (*shadow banking*) ha atraído la atención de los analistas, existiendo una preocupación creciente sobre su papel como factor de inestabilidad financiera. Asimismo, los procesos de globalización e innovación del sistema financiero internacional y las tendencias regulatorias en las principales geografías mundiales, especialmente en materia de solvencia bancaria, no han hecho más que acrecentar su importancia relativa. Este trabajo analiza las principales características del *shadow banking* y realiza un análisis cuantitativo dividido en dos partes. La primera permite estudiar los factores determinantes del tamaño de la banca en la sombra en la eurozona, tanto de factores macroeconómicos como de otros relacionados con el desarrollo y la estabilidad financiera. La segunda parte compara los resultados obtenidos en la primera con el principal sistema bancario internacional, el de Estados Unidos.

¿A qué nos referimos con *shadow banking*?

En primer lugar, es necesario definir a qué se refiere la denominación de banca en la sombra o *shadow banking*. El término es atribuido a Paul McCulley, exdirector general de PIMCO y profesor en la Cornell Law School o la Georgetown McDonough School of Business, que en 2007 se

refirió con dicho término a toda aquella actividad de intermediación financiera llevada a cabo fuera del ámbito bancario.

Por su parte, quizás el estudio regular más conocido es el que realiza el Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB), el cual reúne a autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera de todo el mundo. Esta institución define a la *shadow banking* como aquellas

* Universidad de Alcalá e IAES.

** Universidad Carlos III de Madrid.

*** Universidad Autónoma de Madrid y Universidad Carlos III de Madrid.

**** Universidad Autónoma de Madrid.

Cuadro 1

Composición del sistema financiero global por activos

	Total de activos financieros globales	Bancos centrales	Bancos	Instituciones financieras públicas	Sector NBF1
Tamaño 2021 (billones USD)	486,6	44,1	182,9	20,3	239,3
Cuota del total de activos financieros (%)	100	9,1	37,6	4,2	49,2
Crecimiento en 2021 (i. a., %)	7,7	12,0	5,5	4,5	8,9
Crecimiento 2016-2020 (anualizado, %)	6,5	11,1	5,5	5,0	6,6

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Financial Stability Board.

entidades que desarrollan actividades de crédito fuera del ámbito bancario regulado, pero que, al no captar depósitos directamente y, por ende, los ahorros de las familias y empresas, no estarían reguladas de igual forma que los bancos comerciales tradicionales.

Un hecho representativo de la propia heterogeneidad de este sector es que los informes sobre el estado de situación que publicaba el FSB con anterioridad a 2018 se denominaban como estudios globales sobre el estado de situación del *shadow banking*. Sin embargo, posteriormente, el FSB optó por cambiar la denominación de *shadow banking* por la de *Non Banking Financial Institutions (NBFI)*, que se ha mantenido como el nombre empleado en la actualidad para definir a estas entidades y que representa, de una manera más fiel, la heterogeneidad de su naturaleza.

El ecosistema de las *NBFI* es cada vez más complejo, a lo que se une la fuerte interrelación que tienen con el resto del sistema financiero, del cual captan la financiación necesaria para desarrollar su actividad (Fan y Pan, 2020; Grillet-Aubert *et. al.*, 2016). Dentro de las *NBFI* se pueden encontrar las aseguradoras, que están amparadas bajo su propia regulación; los fondos de pensiones, que también se mantienen bajo el paraguas de un marco regulatorio; y un conglomerado de entidades que el FSB

denomina otras instituciones financieras (*OFI*, por sus siglas en inglés). Algunas de estas entidades caen, por su modelo de negocio o naturaleza, bajo el paraguas de un banco o de una entidad regulada, por lo que sí mantienen una actividad condicionada. Sin embargo, hay otras tipologías de entidades que no estarían bajo ese paraguas.

Descripción de una realidad en las sombras

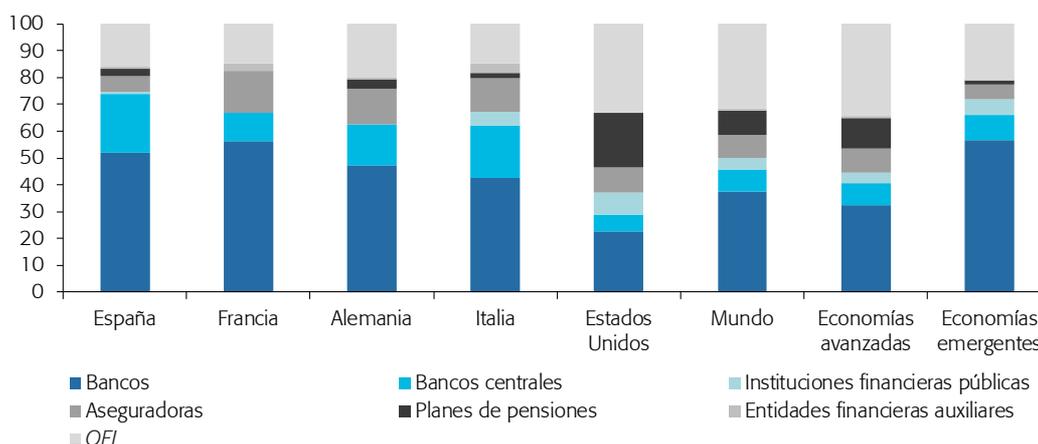
Dado lo anterior, la descripción y contextualización de esta realidad en las "sombras" resulta fundamental para contextualizar el sector del *shadow banking*. En este sentido, tal y como publica el FSB en su último informe de diciembre de 2022 sobre el estado de situación de las denominadas *Non Banking Financial Institutions (NBFI)*, el sector ha estado creciendo los últimos años a tasas cercanas a doble dígito, experimentando un crecimiento del 8,9 % del total de activos en 2021 que se corresponde con los últimos datos disponibles.

Como se comentó anteriormente, los principales sectores individuales que se incorporan dentro de la definición de *NBFI* son las compañías de seguro, los fondos de pensiones, otras entidades financieras auxiliares y la categoría de *Other Financial Institutions*

Gráfico 1

Peso de cada sector financiero sobre el total de activos financieros domésticos

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Financial Stability Board.

(OFI), que es la que aglutina principalmente todo lo relacionado a los fondos de inversiones de cualquier tipología (FSB, 2022).

A pesar de que la cuota del total de activos a nivel mundial ha crecido para las *NBFI*, el cuadro 1 permite apreciar cómo los bancos siguen representando la mayor cuota de activos financieros como instituciones individuales, ostentando el 37,6 % del total de activos financieros globales. Le siguen, con un 31,2 % del total de activos financieros globales, las *OFI*, los fondos de pensiones con un 9,2 % y las aseguradoras con un 8,3 %.

En el gráfico 1 se puede observar el peso de los activos de cada una de las categorías de empresas sobre el total de activos financieros de cada país. En el caso de España, el sector bancario aglutina el 52 % del total de los activos financieros, seguido del Banco de España que asciende a casi el 22 %. Las *OFI* absorben casi un 16 % del total, representando casi un 73 % del PIB, y el resto lo conforman aseguradoras con casi un 6 % y fondos de pensiones con aproximadamente un 3 %. Aunque hay cierta heterogeneidad, la composición en los principales países europeos es similar, siendo el sector bancario el que más pesa dentro del sistema financiero.

Comparando con Estados Unidos, la visión varía. Con unos mercados más desarrollados, a los que las empresas y la sociedad en general están más acostumbrados a acudir para financiarse, el peso de los bancos dentro del sector financiero es menor, con aproximadamente un 22,5 % del total. Sin embargo, son las *OFI* y los fondos de pensiones quienes componen más del 50 % del total (33,0 % y 20,4 %, respectivamente), dando cuenta de la magnitud de estos sectores en la economía.

Adicionalmente, en las economías emergentes, con unos mercados financieros menos desarrollados, el peso de los bancos es sustancialmente mayor que en las avanzadas, donde los fondos de inversión tienen un peso sustancial.

Como se ha mencionado, acorde al FSB, las *OFI* se componen de una multitud de tipologías de entidades entre las que destacan: fondos monetarios, fondos de inversión diferentes de fondos monetarios, *hedge funds*, fondos de inversión inmobiliaria, *FinCos* o compañías de financiación, *brokers-dealers*, vehículos estructurados, *trust companies*, instituciones financieras captivas y de concesión de dinero y las entidades de contrapartidas centrales.

Cuadro 2

Composición del crédito por tipología de NBFÍ

(Billones de dólares)

	<i>Aseguradoras</i>	<i>Fondos de pensiones</i>	<i>OFÍ</i>	<i>Bancos</i>
2008 activos de crédito	10,1	4,8	30,2	83,5
2012 activos de crédito	13,4	6,3	33,5	98,4
2016 activos de crédito	17,1	7,9	39,5	112,8
2021 activos de crédito	20,7	10,9	52,9	151,8
2008 préstamos	1,6	0,2	13,0	54,7
2012 préstamos	1,6	0,2	11,8	61,4
2016 préstamos	2,2	0,2	13,8	72,8
2021 préstamos	2,5	0,3	15,4	98,9

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Financial Stability Board.

Aunque no todas pueden considerarse como entidades que se pudieran introducir dentro del *shadow banking*, y de hecho el propio FSB ha dejado de catalogarlas bajo esta denominación, algunas de ellas efectúan una actividad de crédito hacia la economía que estaría fuera del ámbito regulatorio bancario. De hecho, el seguimiento de las mismas por parte del FSB y de los reguladores y supervisores de crédito mundiales se hace más indispensable si cabe en el contexto actual dada la especial relevancia que tienen para la economía.

La importancia de los activos de crédito de las NBFÍ ha ido creciendo a lo largo de los últimos catorce años. En relación con los préstamos, estos han ido incrementándose en volumen respecto a lo experimentado en 2008, ascendiendo a aproximadamente 18 billones de dólares a nivel global. Y son los fondos de inversión los que presentan mayor volumen de activos a nivel de crédito y préstamos.

En este sentido, y acorde a los datos públicos por el FSB y expresados en el cuadro 2, la importancia de los activos de crédito de las NBFÍ ha ido creciendo a lo largo de los últimos catorce años. Es más, en relación a los préstamos, estos han ido incrementándose en mayor volumen respecto a

lo experimentado en 2008, ascendiendo a aproximadamente 18 billones de dólares a nivel global. Aunque es cierto que en la actualidad el peso es inferior a 2008 (15,5 % frente a 21,5 %), en volumen es mayor y esto hace que cobre un especial interés su análisis, su supervisión y seguimiento.

Ahondando más en la composición, las OFÍ vuelven a ostentar la mayor importancia también a nivel de crédito y préstamos. En este sentido, podemos observar que son los fondos de inversión los que presentan mayor volumen de activos de créditos en su balance en 2021.

En el contexto actual de alta inflación, las condiciones financieras están experimentando un cambio sustancial que está afectando a la financiación de esta tipología de empresas y a las aportaciones de los clientes. En primer lugar, debido a la volatilidad de los mercados, el patrimonio gestionado por los fondos de inversión ha descendido en todo el mundo alrededor de un 7 %. En este sentido, más del 90 % ha correspondido a efectos de valoración de los activos que, con la subida de tipos de interés, han experimentado un retroceso importante en sus precios. Por otro lado, el resto, aunque no tiene una influencia significativa, han correspondido a menores aportaciones de participación de los clientes o financiación de las entidades financieras, donde la incertidumbre y la creciente regulación de las instituciones

bancarias que las financian juegan un papel fundamental en la menor aportación de las familias y empresas a esta tipología de vehículos.

Factores determinantes de la banca en la sombra en la eurozona

En primer lugar debe señalarse que la limitación en la disponibilidad de datos sobre el volumen de la banca en la sombra es patente, puesto que en FSB (2022) solo se dispone de información para España, Bélgica, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Países Bajos. No obstante, si se tiene en cuenta que en su conjunto estos países representan el 89 % del PIB de la eurozona¹, el análisis es suficientemente representativo de la realidad europea.

Por otra parte, y en coherencia con trabajos previos de la literatura sobre banca en la sombra (Kim, 2016), se ha utilizado como aproximación a este sector del sistema financiero el segmento de OFI que se incluye en FSB (2022). Este segmento incluye todos los intermediarios financieros salvo bancos, aseguradoras y fondos de pensiones.

Una vez determinada la muestra de estimación y la variable para explicar (valor/tamaño del sector de OFI en logaritmos neperianos), se han desarrollado diversas estimaciones para entender qué factores explican en mayor medida la importancia de este sector de intermediación financiero.

Las variables analizadas son las siguientes: valor del sector de OFI, ratio de capital regulatorio, rentabilidad financiera (ROE), PIB per cápita, entrada en vigor del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), ratio de morosidad (NPL/total de préstamos),

variación de activos morosos, índice de desarrollo financiero, ratio de resultado neto sobre APR y ratio de margen de intereses sobre activo total.

Desde un punto de vista metodológico, se ha llevado a cabo una estimación de datos de panel, debido a que se dispone de información de varios países para un periodo de tiempo. Esta metodología es coherente con contribuciones previas de la literatura (Kim, 2016).

Tras los primeros análisis realizados se ha detectado la falta de significatividad estadística de las siguientes variables: ROE, ratio de NPL/total de préstamos, índice de desarrollo financiero, ratio de resultado neto / APR, variación relativa o absoluta del volumen de NPL y ratio de margen de intereses / activos totales.

Es por ello que, en el cuadro 3, se muestra el modelo final² con las variables estadísticamente significativas, de modo que sirva para obtener conclusiones válidas.

Una mayor carga regulatoria para el sector bancario incentiva a las entidades con menor regulación a acaparar segmentos de mercado donde los bancos se muestran más reticentes a la concesión por las mayores limitaciones regulatorias.

A la vista de los resultados obtenidos se pueden extraer interesantes conclusiones sobre los factores que se relacionan con la importancia de la banca en la sombra en la eurozona. En primer lugar, se demuestra la importancia de la regulación en el peso de la banca en la sombra en Europa, tal

¹ Datos de Eurostat para el tercer trimestre de 2022.

² El modelo especificado se basa en la estimación de un panel de datos con efectos aleatorios. Se ha procedido a estimar efectos aleatorios por ser una especificación más adecuada que los efectos fijos, dado el resultado del test de Hausman, puesto que no se puede rechazar la hipótesis de que los estimadores de MCG son consistentes. Por otra parte, dada la existencia de autocorrelación y heterocedasticidad, se ha estimado el modelo con desviaciones típicas de Beck-Katz. Asimismo, el modelo permite obtener unos resultados en los que no se observa dependencia en sección cruzada y los residuos del modelo siguen una distribución normal.

Cuadro 3

Modelo estimado

Variable	Coficiente	P-valor
Constante	-9.33195 (1.47283)	2.36e-010 ***
Ratio de capital total	0.0434675 (0.00693865)	3.74e-010 ***
Dummy MUS	0.134571 (0.0411900)	0.0011 ***
Ln PIB per cápita	0.869099 (0.138914)	3.94e-010 ***

Desviaciones típicas entre paréntesis. (* $p < 0.10$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$)

Fuente: Elaboración propia.

y como se pone de manifiesto en el signo de las variables ratio de capital total y Mecanismo Único de Supervisión. Puede interpretarse, en este sentido, que una mayor carga regulatoria para el sector bancario (como ha sucedido con intensidad desde la creación del segundo pilar de la Unión Bancaria, la supervisión bancaria europea) incentiva a las entidades con menor regulación a acaparar segmentos de mercado donde los bancos se muestran más reticentes a la concesión por las mayores limitaciones regulatorias. Esto aumenta la resiliencia y la estabilidad financiera (Gebauer y Mazelis, 2020). En segundo lugar, la mayor riqueza de los países implica un crecimiento de la banca en la sombra en la eurozona, puesto que, naturalmente, el incremento de la riqueza conlleva mayores actividades de inversión que, en parte, son aprovechadas por este sector de intermediación financiera a cambio de ofrecer altas tasas de rentabilidad.

Análisis comparativo de la eurozona y EE. UU.

Tras llevar a cabo el análisis de los principales determinantes del tamaño de la banca en la sombra en la eurozona, cabe preguntarse si dichas

conclusiones son extensibles al principal sistema bancario internacional, el de Estados Unidos. Para ello, desarrollamos un análisis de descomposición de varianza³ en cada geografía para analizar la importancia relativa de cada variable explicativa en la determinación del tamaño de la banca en la sombra.

La base de datos utilizada para llevar a cabo dicho análisis es la descrita en el apartado anterior. Las variables utilizadas para el análisis son el tamaño del sector de Otros Intermediarios Financieros (en logaritmo neperiano), el PIB per cápita (en logaritmo neperiano), la ratio de capital del sistema bancario y la ratio de morosidad.

Adicionalmente, también se incluye el ROE en el caso de EE. UU. y el euríbor a 12 meses en la eurozona. Esta diferencia se debe a que, en la eurozona, el tamaño de la banca en la sombra experimenta un incremento significativo desde 2013, como consecuencia de la creación de las diferentes gestoras como respuesta ante la implementación de políticas monetarias expansivas por parte del BCE y del consiguiente descenso de los tipos de interés (hasta situarse en terreno negativo), lo que en última instancia instó a que las entidades financieras tuviesen una actividad comercial activa y promoviesen que

³ El modelo VAR construido para cada geografía para llevar a cabo el análisis de descomposición de varianza se estima con constante y 1 decalaje. Adicionalmente, el orden de Cholesky seleccionado asume que el tamaño de la banca en la sombra no tiene impacto en el resto de las variables explicativas, pero sí viceversa.

Cuadro 4

Descomposición de varianza del tamaño del sector de OFI (en logaritmo neperiano) en la eurozona

Periodo	Error estándar	Ln PIB per cápita	Euríbor a 12 meses	Ratio de capital total	Ratio de morosidad	Otros intermediarios financieros (en ln)
1	0,04	8,16	0,60	5,41	23,15	62,68
2	0,06	10,31	11,40	20,01	19,37	38,91
3	0,08	9,96	21,26	27,56	15,41	25,81
4	0,09	9,91	22,36	30,71	15,32	21,70
5	0,09	10,18	22,84	32,43	15,51	19,04
6	0,10	10,52	23,19	33,60	15,66	17,03
7	0,11	10,86	23,23	34,37	15,92	15,61
8	0,11	11,20	23,13	34,89	16,22	14,56
9	0,12	11,52	22,96	35,22	16,52	13,78
10	0,12	11,81	22,77	35,43	16,79	13,20

Fuente: Elaboración propia.

parte de los recursos de sus clientes se movieran hasta los productos fuera de balance (como fondos de inversión, que forman parte de la banca en la sombra) para mejorar su coste de *funding*. Además, cabe señalar que, en el caso de la eurozona, una parte significativa de la rentabilidad bancaria está determinada por el margen de intermediación, a su vez dependiente de la curva de tipos de interés, lo que implicaría que el euríbor a 12 meses también podría funcionar como *proxy* del ROE en el caso de dicha geografía.

En el cuadro 4 se muestra la descomposición de varianza para la eurozona. Se puede observar que, en coherencia con los resultados obtenidos en la sección anterior, la variable que tiene una contribución relativa mayor en la determinación del tamaño de la banca en la sombra en la eurozona es la referida a los requerimientos de solvencia de la regulación, medida a través de la ratio de capital (con una contribución aproximada del 35 % en el medio y largo plazo). El euríbor a 12 meses tiene

una contribución relativa a medio y largo plazo del 23 % aproximadamente, lo que es un resultado consistente con lo explicado en el párrafo anterior⁴. Por su parte, el PIB per cápita y la ratio de morosidad juegan un papel menor en la eurozona, con contribuciones inferiores al 20 %.

Hay que destacar la importancia de los mismos en cuanto a cuestiones de estabilidad financiera. Una subida de tipos de interés unida a un inicio de retirada de estímulos en términos de volumen de liquidez como se está produciendo en la actualidad (denominado *quantitative tapering*), y donde los depósitos de las entidades financieras irán cobrando mayor valor para los ahorradores, pueden dar lugar a tensiones en los mercados financieros. Dichas tensiones de liquidez pueden producir potenciales turbulencias en los mercados derivadas de la retirada de estímulos monetarios. Sin embargo, el impacto en el canal bancario debería ser limitado ya que las entidades financieras tienen

⁴ Cabe señalar que, tal y como se puede concluir del análisis, la relación entre el euríbor a 12 meses y el tamaño de la banca es negativa. En concreto, en nuestro periodo muestral, presentan un coeficiente de correlación lineal de -0,88.

Cuadro 5

Descomposición de varianza del tamaño del sector de OFI (en logaritmo neperiano) en EE. UU.

Periodo	Error estándar	Ln PIB per cápita	ROE	Ratio de capital total	Ratio de morosidad	Otros intermediarios financieros (en ln)
1	0,06	12,34	59,57	10,85	2,43	14,80
2	0,08	22,71	50,30	13,57	1,46	11,97
3	0,09	18,50	53,55	17,80	1,22	8,93
4	0,11	16,08	59,58	16,83	1,03	6,47
5	0,13	14,74	63,60	15,97	0,93	4,76
6	0,16	13,80	66,65	15,19	0,80	3,56
7	0,19	13,54	68,51	14,54	0,64	2,77
8	0,23	13,64	69,42	14,18	0,49	2,27
9	0,27	13,92	69,73	14,03	0,37	1,95
10	0,32	14,26	69,67	14,03	0,28	1,77

Fuente: Elaboración propia.

una menor dependencia en su financiación de los mercados financieros con respecto a otros periodos temporales.

En el cuadro 5 se muestra la descomposición de varianza para Estados Unidos. Se observa que los resultados obtenidos para la eurozona no son extensibles para el sistema bancario norteamericano: la carga regulatoria, medida a través de la ratio de capital, que tiene un papel prominente en la determinación del tamaño de la banca en la sombra en la eurozona, juega un papel secundario en el caso de EE. UU., con contribuciones relativas cercanas al 15 %. Por el contrario, en EE. UU. es el ROE del sistema bancario la variable protagonista en la determinación del tamaño de la banca en la sombra, con contribuciones relativas superiores al 50 %.

Estos resultados inducen a pensar que, en la eurozona, la banca en la sombra emergería como una alternativa de conceder financiación que permite eludir la carga regulatoria, mientras que en EE. UU. el tamaño de la banca en la sombra aumenta, en general, cuando la actividad de conceder financiación es más rentable, con independencia de la carga

regulatoria. Adicionalmente, respecto al PIB per cápita, su contribución relativa en EE. UU. es similar a la de la eurozona (con contribuciones cercanas al 10 %-15 %).

Conclusiones

Desde los albores de la Gran Recesión, y especialmente durante la última década, el tamaño de la banca en la sombra ha experimentado un crecimiento significativo a nivel mundial, del cual han sido partícipes dos de los principales sistemas financieros del globo, el estadounidense y el de la eurozona, en los cuales nos hemos centrado en este artículo. No obstante, los motivos que han propiciado este fenómeno difieren entre ambas geografías. Nuestros resultados sugieren que en la eurozona sería la presión regulatoria el principal responsable del incremento del tamaño de la banca en la sombra, mientras que en EE. UU. es la rentabilidad de la intermediación financiera en general lo que alimenta principalmente el tamaño de la financiación en la sombra. Adicionalmente, en la eurozona también juega un papel relevante la evolución de los tipos de

interés, que desde su entrada en terreno negativo en 2014 ha incentivado que las entidades desvíen parte de los recursos de sus clientes hacia estructuras fuera de balance que, en última instancia, forman parcialmente parte de la banca en la sombra.

Las conclusiones obtenidas ponen en valor la importancia de la regulación y la supervisión en el mantenimiento de un sistema financiero solvente y estable. Estos esfuerzos regulatorios y supervisores suponen una barrera de entrada para alternativas de financiación que asumen, por la propia naturaleza de su modelo de negocio, mayores riesgos, lo que podría suponer en un escenario extremo un problema de estabilidad financiera.

En todo caso, no cabe duda de que las conclusiones de este análisis empírico dependen de la muestra de desarrollo de los modelos. En este sentido, se debe advertir que una limitación natural de este trabajo es que las conclusiones obtenidas se basan en la muestra de países utilizada, las variables para las que se ha dispuesto de información, el periodo de análisis y la propia definición de *OFI*. Por una parte, la limitada disponibilidad de información a nivel país de los datos del FSB lleva a considerar como zona del euro lo que en realidad es solo una parte (aunque compuesta por los principales sistemas financieros de la región). Asimismo, la limitación de información sobre las variables independientes lleva a desarrollar los modelos desde 2014. Esta fecha es fundamental al ser el punto de inicio del Mecanismo Único de Supervisión, pero es cierto que una mayor perspectiva habría permitido entender la importancia de los factores que intervienen en el tamaño de las *OFI* con anterioridad a la crisis de 2008, entendiendo el punto de inflexión que ha supuesto la regulación y supervisión en el sistema financiero antes y después de la crisis.

Sin embargo, las conclusiones obtenidas también permiten poner en valor la importancia de la regulación y la supervisión en el mantenimiento de un sistema financiero solvente y estable. De hecho, se pone de manifiesto que estos esfuerzos regulatorios y supervisores suponen una barrera de entrada para alternativas de financiación que asumen, por la propia naturaleza de su modelo de negocio, mayores riesgos, lo que podría suponer en un escenario extremo un problema de estabilidad financiera

Con perspectiva a futuro, nos encontramos en un entorno de subidas de tipos de interés unido a una retirada de medidas excepcionales de política monetaria en cuanto a la liquidez en el sistema financiero. Adicionalmente, en los próximos meses se prevé que podría entrar en vigor, con un calendario de transición, la modificación de consumos de capital de los fondos de *private equity*⁵ e infraestructuras, donde los inversores institucionales sujetos a regulación prudencial de Basilea III aumentarán significativamente sus consumos de capital. Como consecuencia de ambos factores, cabría esperar que el intenso crecimiento que ha experimentado el tamaño de la banca en la sombra durante la última década se aminore. Lo confirmaremos con las siguientes publicaciones del FSB.

Referencias

- CARBÓ VALVERDE, S. y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2017). Banca en la sombra: España en el entorno global. *Cuadernos de Información Económica*, 259 (julio-agosto). <https://www.funcas.es/articulos/banca-en-la-sombra-espana-en-el-entorno-global/>
- FAN, H. y PAN, H. (2020). The Effect of Shadow Banking on the Systemic Risk in a Dynamic Complex Interbank Network System. *Complexity*, 2020. <https://doi.org/10.1155/2020/3951892>
- FINANCIAL STABILITY BOARD. (2022). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*.

⁵ Según Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que respecta a los requisitos para el riesgo de crédito, el riesgo de ajuste de valoración del crédito, el riesgo operativo, el riesgo de mercado y el suelo de resultados.

- FINANCIAL STABILITY BOARD. (2022). *Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation*.
- FSB. (2022). Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022, Financial Stability Board. <https://www.fsb.org/2022/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2022/>
- GEBAUER, S. y MAZELIS, F. (2020). Macroprudential regulation and leakage to the shadow banking sector. *ECB Working Paper Series*, Nº 2406. May 2020. <https://doi.org/10.2866/722519>
- GRILLET-AUBERT, L., *et al.* (2016). Assessing shadow banking – non-bank financial intermediation in Europe. European Systemic Risk Board. *Ocasional Paper*, Nº 10/July 2016.
- KIM, S. (2016). What drives shadow banking? A dynamic panel evidence. *Eighth IFC Conference on “Statistical implications of the new financial landscape” Basel, 8–9 September 2016*.
- MARTÍNEZ-MIERA, D. y REPULLO, R. (2019). Markets, Banks and Shadow Banks. *Working Papers Series*, Nº 2234, Febrero 2019. Banco Central Europeo.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo			Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)	
				Total	Construcción	Equipo y otros productos					
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales											
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	5,5	4,3	-0,9	4,3	4,2	4,3	14,9	7,7	2,8	2,6	
2023	1,3	1,3	0,9	3,0	2,9	3,1	2,5	3,3	1,5	-0,3	
2024	1,8	1,5	0,7	2,5	1,3	3,8	3,8	3,1	1,5	0,3	
2021	I	-4,4	-4,5	4,4	-6,1	-11,5	-0,3	-6,0	-3,7	-3,6	-0,8
	II	17,9	23,3	4,1	17,5	9,5	26,6	40,5	40,8	17,6	0,3
	III	4,2	4,0	3,1	-3,0	-6,7	0,8	15,2	14,3	3,8	0,4
	IV	6,6	4,5	-0,1	-1,7	-3,9	0,5	16,4	11,6	4,9	1,7
2022	I	6,9	4,9	-1,1	3,6	0,3	6,9	17,7	12,1	4,8	2,1
	II	7,8	5,0	-2,8	5,7	6,1	5,2	20,7	8,3	3,5	4,3
	III	4,8	4,7	-1,8	5,9	6,4	5,3	14,7	8,7	2,6	2,2
	IV	2,7	2,6	1,9	2,0	4,1	-0,1	7,6	2,2	0,6	2,0
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales											
2021	I	-0,2	-0,1	0,6	-1,9	-3,7	0,0	2,2	0,5	-0,8	0,6
	II	1,4	2,2	0,7	1,1	1,8	0,4	2,2	6,0	2,5	-1,1
	III	3,1	2,1	0,5	-0,8	-1,4	-0,2	5,7	2,7	2,1	1,0
	IV	2,3	0,3	-1,8	-0,1	-0,5	0,3	5,5	1,9	1,0	1,2
2022	I	0,0	0,3	-0,4	3,4	0,5	6,4	3,3	1,0	-0,9	0,9
	II	2,2	2,3	-1,1	3,1	7,6	-1,2	4,8	2,5	1,3	0,9
	III	0,2	1,7	1,6	-0,6	-1,1	-0,1	0,4	3,1	1,1	-0,9
	IV	0,2	-1,7	1,9	-3,8	-2,6	-4,9	-1,1	-4,2	-0,8	1,1
	Precios corrientes (mm euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes									
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	56,9	20,5	20,0	10,3	9,7	41,7	40,0	98,3	1,7	
2023	1.401	57,1	20,3	20,3	10,4	9,9	42,4	41,0	98,6	1,4	
2024	1.472	57,0	19,9	20,3	10,3	10,0	43,3	41,4	98,1	1,9	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

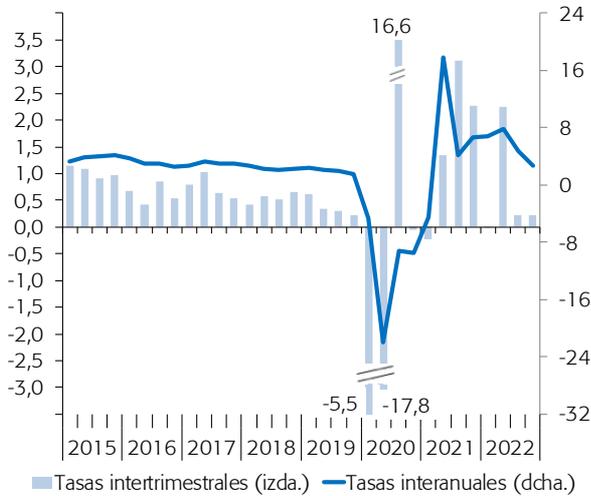


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

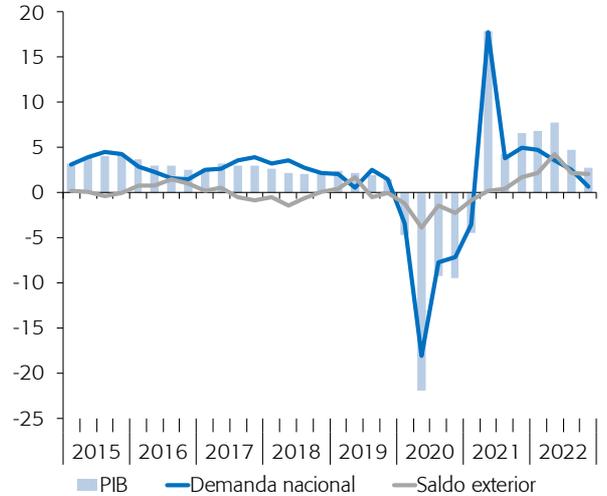


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

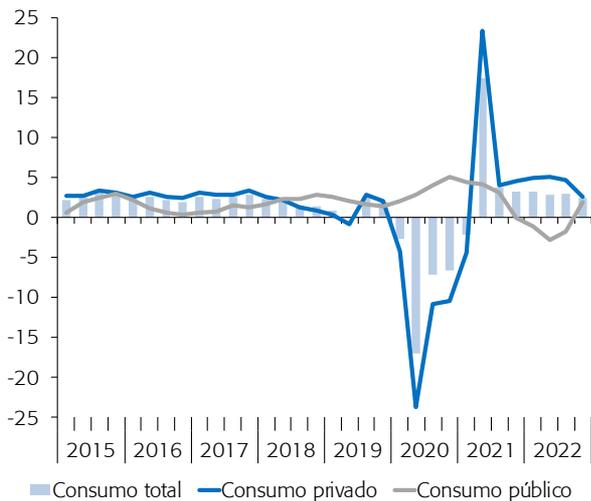
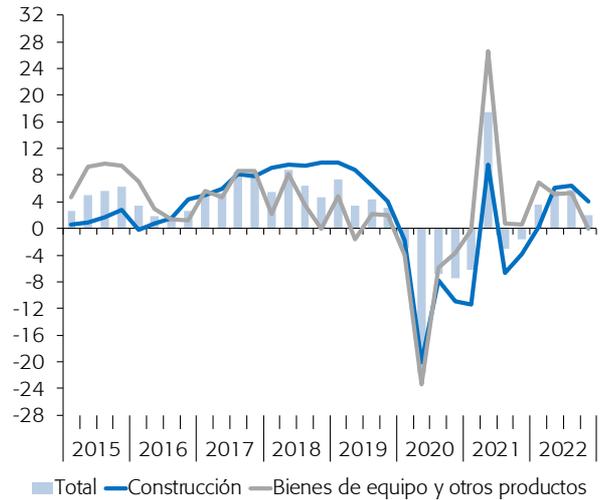


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico*

	Valor añadido bruto a precios básicos									Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales										
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	
2022	5,5	-1,2	3,0	3,8	4,0	6,5	-1,5	9,3	4,8	
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	6,6	4,2	2,8	4,9	0,4	8,1	-2,2	11,8	9,2
	II	7,9	-3,2	5,0	6,1	5,3	9,2	-2,5	13,4	6,6
	III	4,9	-2,9	3,7	3,1	5,7	5,4	-1,7	7,8	3,8
	IV	3,0	-2,6	0,5	1,4	4,5	3,6	0,4	4,7	0,1
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales										
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	-0,1	-1,4	-1,8	-1,4	1,7	0,2	-1,1	0,6	1,1
	II	2,4	-6,0	2,1	1,8	2,9	2,7	-0,2	3,7	0,9
	III	0,3	0,7	0,1	0,7	0,2	0,4	0,0	0,5	-0,9
	IV	0,3	4,3	0,1	0,3	-0,3	0,3	1,6	-0,1	-0,9
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios básicos								
2015	979	3,0	16,3	12,4	5,8	74,9	18,5	56,4	10,1	
2016	1.011	3,1	16,2	12,4	5,9	74,9	18,4	56,5	10,2	
2017	1.054	3,1	16,2	12,5	5,9	74,8	18,1	56,7	10,3	
2018	1.089	3,0	16,0	12,2	5,9	75,0	18,1	56,9	10,5	
2019	1.130	2,7	15,8	12,0	6,3	75,2	18,2	57,0	10,3	
2020	1.020	3,1	16,0	12,1	6,1	74,8	20,3	54,5	9,6	
2021	1.091	2,9	16,9	12,8	5,6	74,6	19,2	55,4	10,6	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector
Tasas de crecimiento interanuales

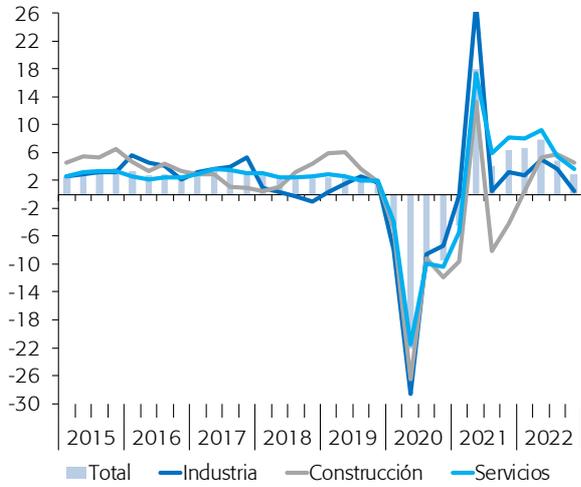


Gráfico 2.2.- VAB, industria
Tasas de crecimiento interanuales

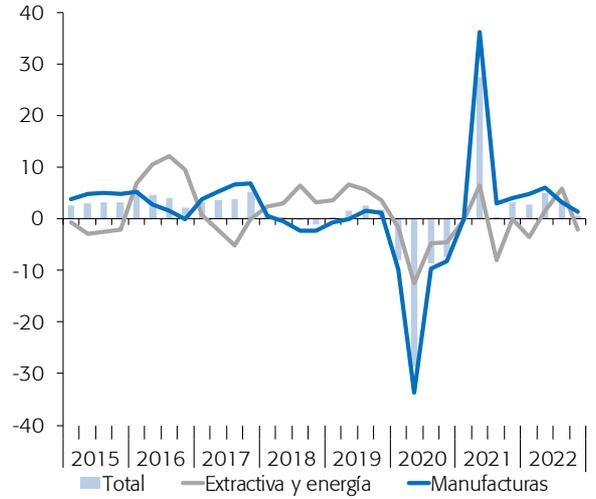


Gráfico 2.3.- VAB, servicios
Tasas de crecimiento interanuales

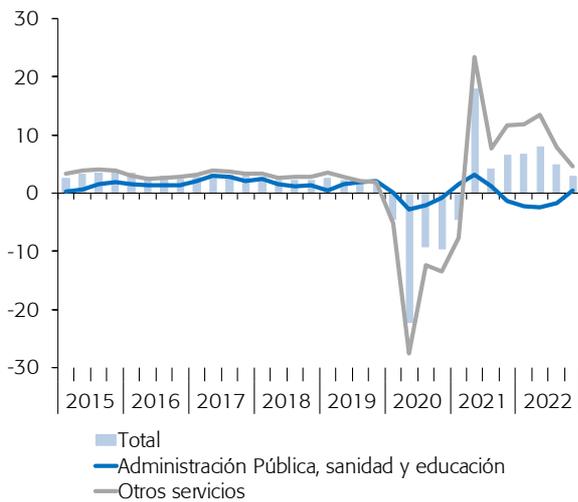
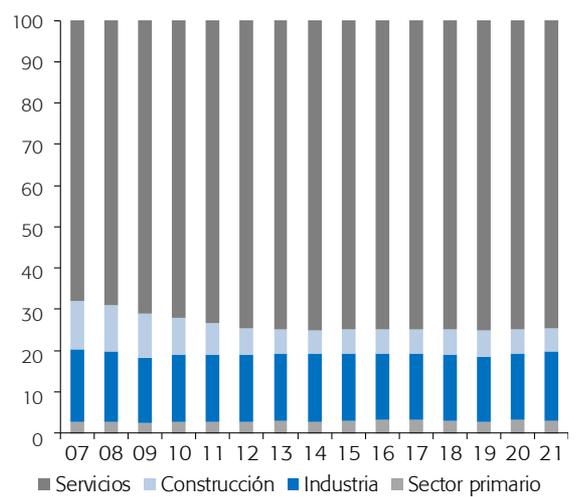


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas						
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12	
Índices, 2015 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario													
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	109,2	115,1	94,9	108,3	114,1	101,1	102,7	110,7	92,8	107,0	115,3	93,3	
2023	110,6	116,0	95,3	112,2	117,6	100,1	--	--	--	--	--	--	
2024	112,7	117,6	95,8	115,7	120,8	99,7	--	--	--	--	--	--	
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	107,3	113,7	94,3	106,5	112,9	101,9	100,9	107,9	93,5	103,0	110,2	92,4
	II	109,7	114,7	95,6	107,5	112,4	101,0	102,7	111,9	91,8	106,0	115,5	94,8
	III	109,9	115,9	94,8	108,9	114,9	101,7	103,5	111,0	93,2	110,2	118,2	94,8
	IV	110,1	116,1	94,9	110,3	116,3	100,0	103,8	112,2	92,6	108,6	117,3	91,2
Tasas de crecimiento interanuales													
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		5,5	3,8	1,6	2,0	0,4	-3,8	3,8	2,8	1,0	1,2	0,2	-6,4
2023		1,3	0,8	0,5	3,5	3,1	-1,0	--	--	--	--	--	--
2024		1,8	1,3	0,5	3,2	2,7	-0,5	--	--	--	--	--	--
2021	I	-4,4	-2,7	-1,7	1,6	3,3	1,5	-0,2	-6,0	6,2	-1,7	-7,5	-14,0
	II	17,9	18,9	-0,9	-3,7	-2,8	-4,1	36,1	11,3	22,2	1,0	-17,4	-14,7
	III	4,2	6,4	-2,0	-0,5	1,5	-0,6	3,0	1,6	1,3	2,2	0,8	-3,6
	IV	6,6	6,0	0,6	-0,3	-0,9	-4,5	4,0	1,9	2,0	-0,1	-2,1	-6,8
2022	I	6,9	5,3	1,5	0,1	-1,4	-4,9	4,9	2,1	2,7	0,6	-2,0	-6,2
	II	7,8	5,1	2,6	2,0	-0,6	-4,6	6,1	3,7	2,2	0,8	-1,4	-7,6
	III	4,8	2,8	1,9	2,2	0,3	-4,0	3,1	3,4	-0,2	0,7	0,9	-5,8
	IV	2,7	2,0	0,6	3,8	3,2	-2,0	1,4	1,9	-0,5	2,6	3,1	-5,9

(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

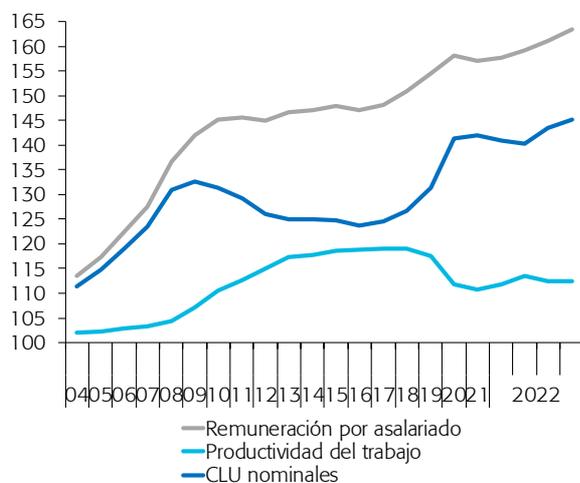
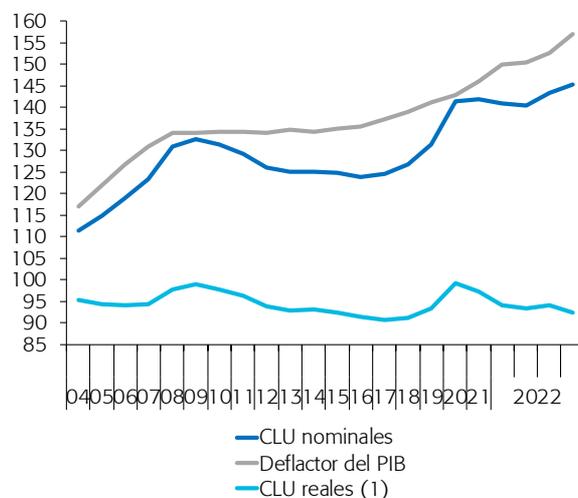


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados por el deflactor industrial.

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

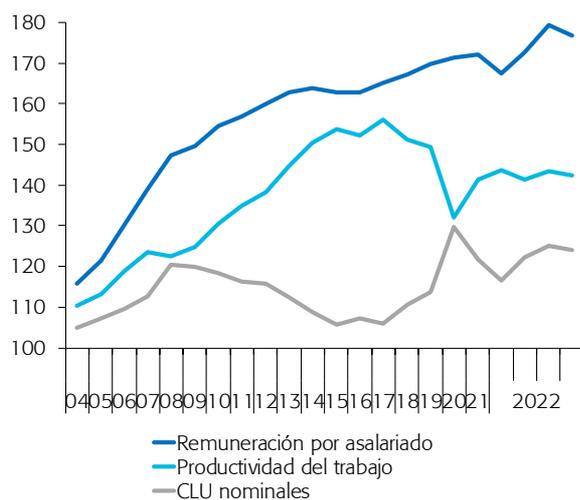
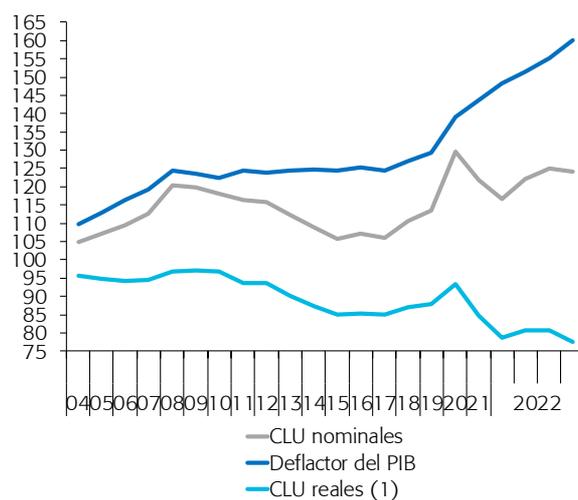


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

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

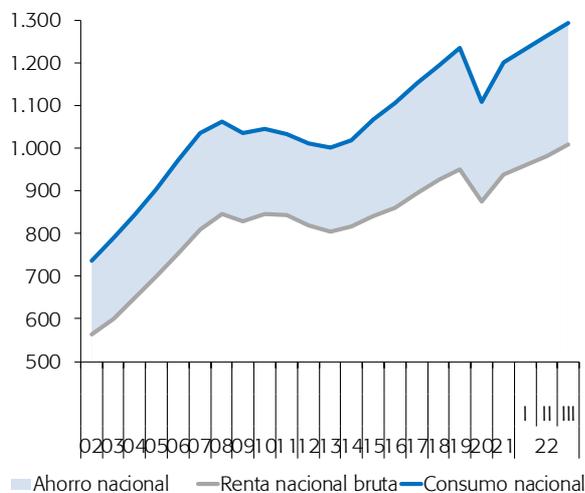
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
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	1.328,9	622,8	574,0	1.308,2	1.028,8	289,8	277,9	46,9	43,2	21,8	20,9	0,9	1,1
2023	1.401,2	650,4	602,0	1.372,8	1.084,5	291,1	296,7	46,4	43,0	20,8	21,2	-0,4	0,4
2024	1.472,0	681,3	631,9	1.447,3	1.132,6	314,8	311,3	46,3	42,9	21,4	21,1	0,2	1,0
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	1.238,1	594,0	512,2	1.233,0	958,9	274,1	258,7	48,0	41,4	22,1	20,9	1,2	1,6
II	1.274,3	605,3	532,2	1.264,0	982,8	281,2	266,8	47,5	41,8	22,1	20,9	1,1	1,7
III	1.303,2	613,3	551,2	1.292,7	1.008,2	284,5	273,2	47,1	42,3	21,8	21,0	0,9	1,5
IV	1.328,9	622,8	574,0	--	1.028,8	--	277,9	46,9	43,2	--	20,9	--	--
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
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	6,5	15,7	9,0	9,8	10,2	10,5	-1,6	2,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7
2023	5,4	4,4	4,9	4,9	5,4	0,4	6,8	-0,4	-0,2	-1,0	0,3	-1,3	-0,7
2024	5,0	4,7	5,0	5,4	4,4	8,1	4,9	-0,1	0,0	0,6	0,0	0,6	0,6
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	11,6	7,4	12,3	12,2	10,2	19,6	14,1	-1,9	0,3	1,5	0,5	1,0	0,5
II	10,1	6,4	12,3	10,0	8,4	16,0	12,6	-1,6	0,8	1,1	0,5	0,7	0,4
III	10,8	6,3	15,3	10,7	9,6	14,6	13,4	-2,0	1,7	0,7	0,5	0,2	-0,2
IV	10,1	6,5	15,7	--	9,8	--	10,5	-1,6	2,1	--	0,1	--	--

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

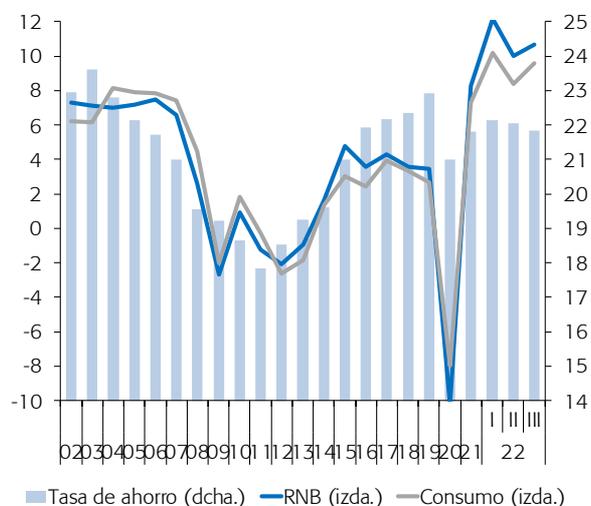
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

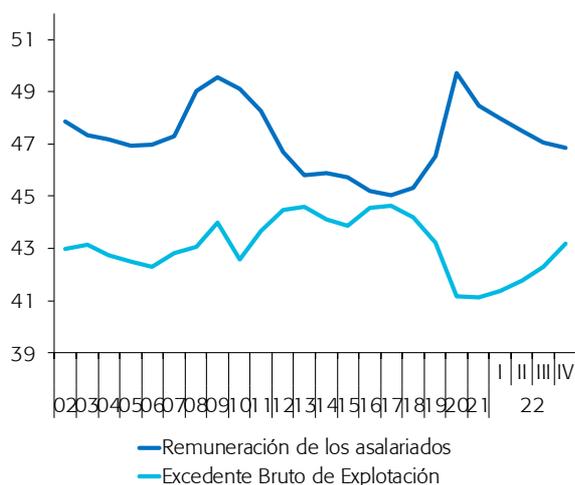
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

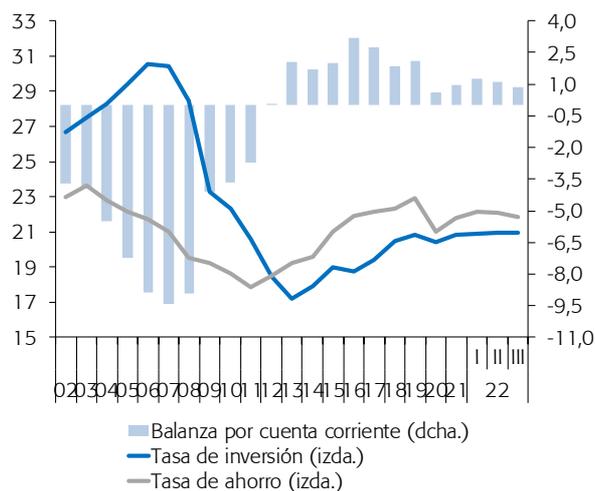
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

**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				
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	803,2	755,9	44,3	55,8	5,5	4,2	-0,9	283,4	191,9	176,8	14,4	13,3	1,4
2023	843,1	799,4	40,7	51,3	4,8	3,7	-0,8	300,2	209,7	198,9	15,0	14,2	1,0
2024	886,4	839,6	43,8	50,3	4,9	3,4	-0,4	316,1	233,7	215,8	15,9	14,7	1,4
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	794,7	704,4	87,8	57,0	11,0	4,6	2,6	249,1	174,9	161,0	14,1	13,0	1,7
II	805,6	725,8	77,7	63,1	9,6	5,0	1,3	261,1	178,4	162,5	14,0	12,8	1,9
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
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		
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	1,8	11,4	-59,1	7,0	-8,2	-0,1	-5,7	19,8	17,6	9,7	0,9	-0,1	0,7
2023	5,0	5,8	-8,1	-8,0	-0,7	-0,5	0,2	5,9	9,3	12,5	0,5	0,9	-0,4
2024	5,1	5,0	7,6	-2,0	0,1	-0,2	0,3	5,3	11,5	8,5	0,9	0,5	0,4
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	32,7	-7,8	0,7	-6,5	18,2	19,6	7,8	0,9	-0,5	1,6
II	3,7	11,6	-36,3	42,1	-6,1	1,1	-5,4	17,0	16,8	3,9	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
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

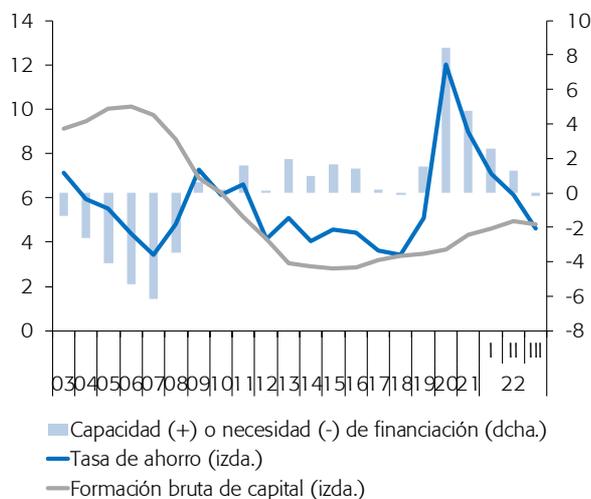
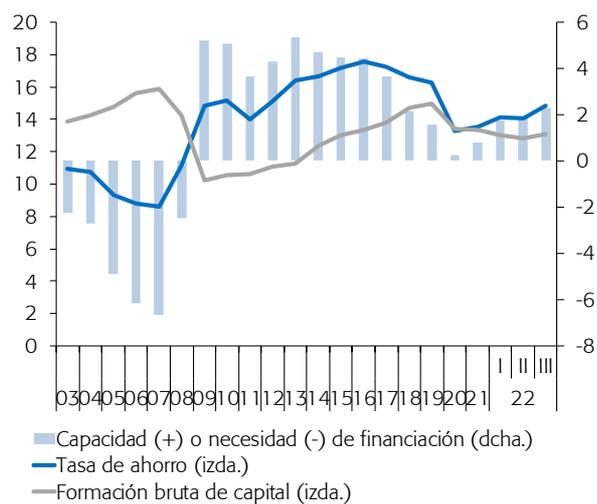


Gráfico 5.2.- Sociedades no financieras: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas

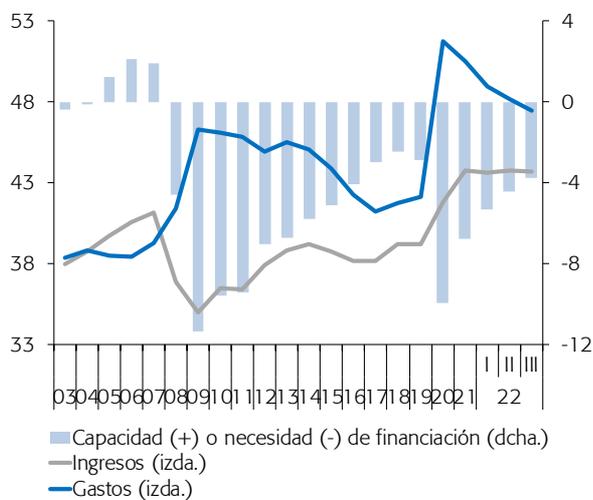
Previsiones en azul

	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		
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
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	166,1	160,6	178,8	64,9	570,5	152,4	76,9	31,4	267,7	49,9	45,6	623,9	-53,3	-52,1
2023	181,1	161,1	186,0	62,5	590,6	156,7	81,3	36,4	286,1	46,2	37,7	644,4	-53,8	-52,6
2024	190,5	166,3	193,4	60,7	610,9	160,6	83,4	40,0	302,7	44,5	34,6	665,9	-55,0	-53,8
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
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
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
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	12,5	12,1	13,5	4,9	42,9	11,5	5,8	2,4	20,1	3,8	3,4	46,9	-4,0	-3,9
2023	12,9	11,5	13,3	4,5	42,2	11,2	5,8	2,6	20,4	3,3	2,7	46,0	-3,8	-3,8
2024	12,9	11,3	13,1	4,1	41,5	10,9	5,7	2,7	20,6	3,0	2,3	45,2	-3,7	-3,7
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
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)

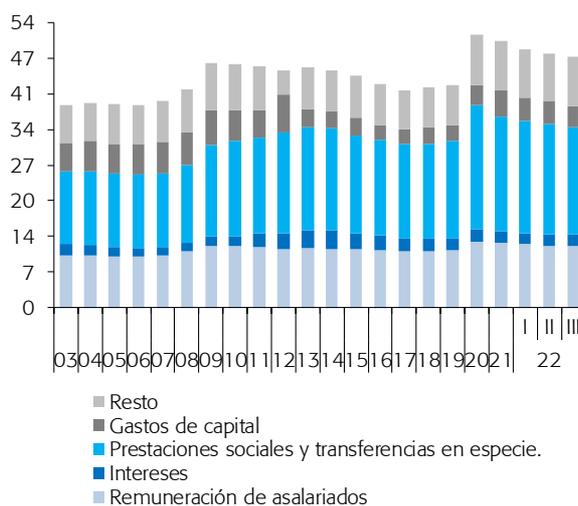
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(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
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo				
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	--	--	--	--	-52,1	--	--	--	--	1.502,5
2023	--	--	--	--	-52,6	--	--	--	--	1.556,8
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
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
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	--	--	--	--	-3,9	--	--	--	--	113,1
2023	--	--	--	--	-3,8	--	--	--	--	111,1
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	105,5	25,0	1,8	8,0	117,4
II	-4,4	0,0	0,3	-0,3	-4,5	104,1	24,9	1,8	7,8	115,8
III	-2,2	-1,1	0,0	-0,4	-3,8	104,3	24,2	1,7	7,6	115,4

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

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

Gráfico 7.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

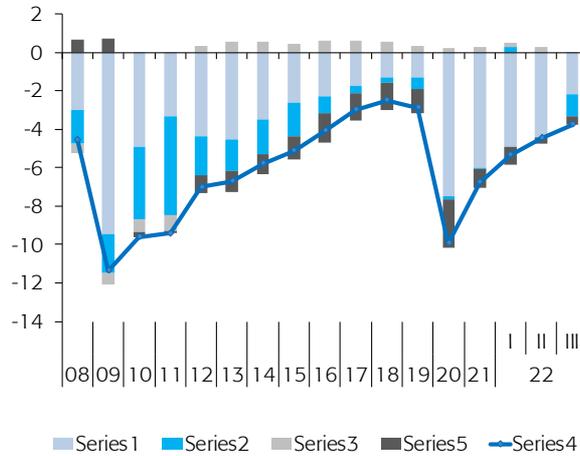
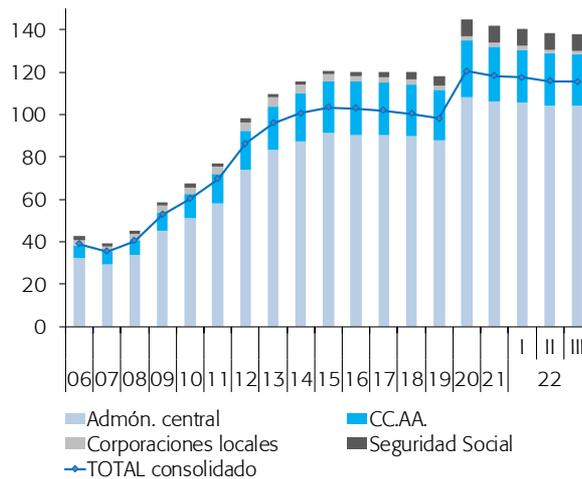


Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

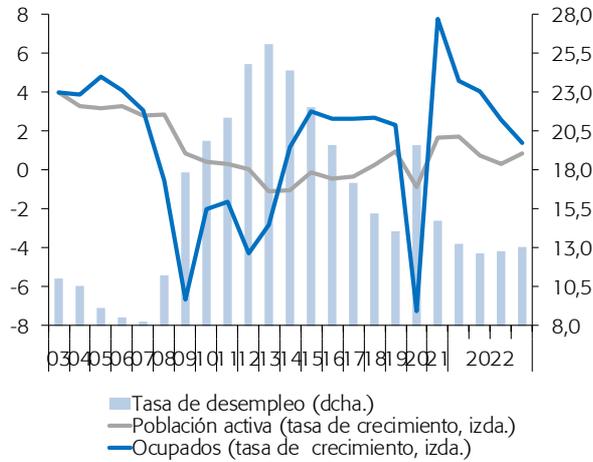
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones								Porcentaje						
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	34,3	14,3	21,9	
2019	39,3	23,0	--	19,8	--	3,2	--	58,6	50,4	14,1	32,5	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	34,8	13,5	23,1	
2022	39,9	23,4	--	20,4	--	3,0	--	58,6	51,1	12,9	29,8	11,9	19,3	
2023	40,1	23,5	--	20,6	--	2,9	--	58,6	51,4	12,3	--	--	--	
2024	40,2	23,6	--	20,9	--	2,7	--	58,6	51,9	11,5	--	--	--	
2021	I	39,6	22,9	23,0	19,2	19,4	3,7	3,6	58,1	49,0	15,6	38,2	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	14,7	31,9	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	31,6	12,2	20,9
2022	I	39,8	23,3	23,4	20,1	20,3	3,2	3,1	58,9	51,1	13,2	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	12,8	31,8	11,8	18,4
	IV	40,1	23,5	23,5	20,5	20,4	3,0	3,1	58,5	50,8	13,0	30,1	11,9	18,6
Tasas de crecimiento (d)								Diferencia sobre el año anterior en pp						
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	-2,0	
2019	1,0	1,0	--	2,3	--	-6,7	--	0,0	0,7	-1,2	-1,8	-1,1	-1,8	
2020	-1,9	-0,9	--	-7,3	--	38,0	--	0,6	-2,8	5,5	11,9	5,5	6,5	
2021	2,9	1,7	--	7,8	--	-23,4	--	-0,7	2,3	-4,8	-9,6	-5,2	-3,5	
2022	0,7	0,9	--	3,1	--	-11,8	--	0,1	1,2	-1,9	--	--	--	
2023	0,4	0,3	--	1,0	--	-4,6	--	0,0	0,3	-0,6	--	--	--	
2024	0,4	0,4	--	1,3	--	-6,2	--	0,0	0,5	-0,8	--	--	--	
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	-0,1	-1,2	0,1	-1,2
	III	0,1	2,4	2,3	4,5	4,5	-8,2	-8,4	1,3	2,1	-1,7	-9,5	-1,3	-3,9
	IV	0,2	1,0	1,0	4,3	4,3	-16,6	-16,3	0,5	2,0	-2,8	-9,5	-2,3	-5,7
2022	I	0,3	1,7	1,7	4,6	4,5	-13,1	-13,5	0,8	2,1	-2,3	-9,3	-2,0	-4,9
	II	0,5	0,7	0,7	4,0	4,0	-17,6	-17,3	0,1	1,7	-2,7	-9,7	-2,5	-4,8
	III	0,8	0,3	0,3	2,6	2,6	-12,8	-12,8	-0,3	0,9	-1,9	-0,1	-1,7	-3,3
	IV	1,1	0,9	0,9	1,4	1,4	-2,6	-2,6	-0,1	0,2	-0,5	-1,5	-0,2	-2,2

(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.

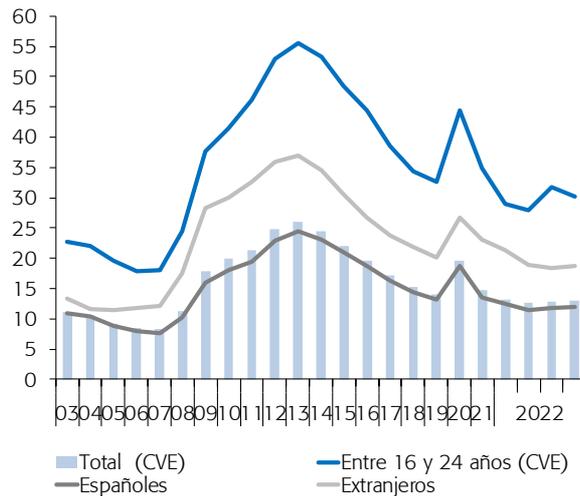
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

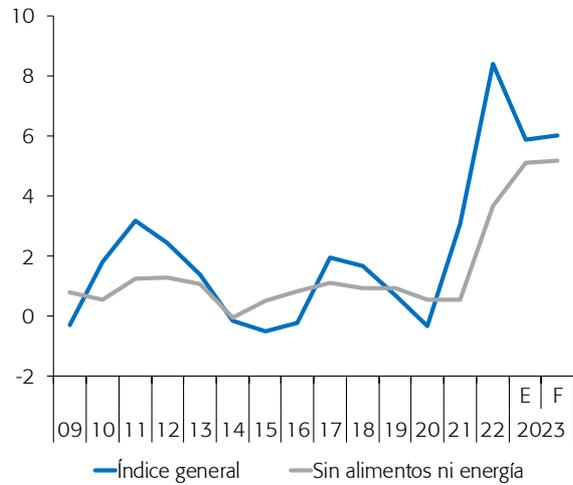
Previsiones en azul

	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				
% del total en 2021	100,00	62,28	79,09	23,28	39,01	16,81	8,92	11,98	25,73	
Índices, 2021 = 100										
2016	93,2	96,0	95,8	98,7	94,4	95,3	87,4	80,6	92,6	
2017	95,0	97,0	96,8	98,9	95,9	96,0	89,6	87,1	93,8	
2018	96,6	97,9	97,7	98,9	97,3	96,9	92,4	92,4	95,5	
2019	97,3	98,9	98,5	99,2	98,7	97,5	94,2	91,3	96,3	
2020	97,0	99,4	99,2	99,4	99,4	98,7	97,7	82,5	98,4	
2021	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2022	108,4	103,7	105,2	104,2	103,3	110,6	110,9	127,9	110,7	
2023	113,0	108,5	112,0	110,0	107,5	125,7	120,6	111,4	124,0	
Tasas de crecimiento interanual										
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,3	
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8	
2019	0,7	1,0	0,9	0,3	1,4	0,5	1,9	-1,2	0,9	
2020	-0,3	0,6	0,7	0,2	0,8	1,3	3,7	-9,6	2,1	
2021	3,1	0,6	0,8	0,6	0,6	1,3	2,4	21,2	1,7	
2022	8,4	3,7	5,2	4,2	3,3	10,6	10,9	27,9	10,7	
2023	4,3	4,7	6,5	5,5	4,0	13,6	8,7	-12,9	12,0	
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	5,9	5,1	7,5	6,5	4,1	16,5	10,7	-8,3	14,6
	Feb	6,0	5,2	7,6	6,5	4,2	16,8	13,4	-8,9	15,7
	Mar	3,4	5,1	7,5	6,3	4,3	16,6	11,6	-24,0	15,0
	Abr	4,5	4,5	6,6	5,7	3,8	14,4	8,4	-11,6	12,4
	May	4,1	4,4	6,4	5,5	3,8	13,7	9,0	-13,2	12,2
	Jun	2,7	4,3	6,2	5,3	3,7	13,3	6,9	-20,2	11,1
	Jul	3,0	4,7	6,5	5,3	4,1	13,0	7,1	-20,2	11,1
	Ago	3,2	5,0	6,7	5,3	4,3	13,1	7,3	-20,0	11,3
	Sep	4,1	4,8	6,6	5,4	4,2	13,4	7,8	-14,2	11,6
	Oct	4,5	4,4	6,2	5,2	4,0	12,8	7,4	-8,0	10,9
	Nov	5,0	4,3	5,8	5,1	3,9	11,5	8,4	-2,9	10,5
	Dic	5,2	4,1	5,2	4,7	3,9	9,4	7,7	3,4	8,9

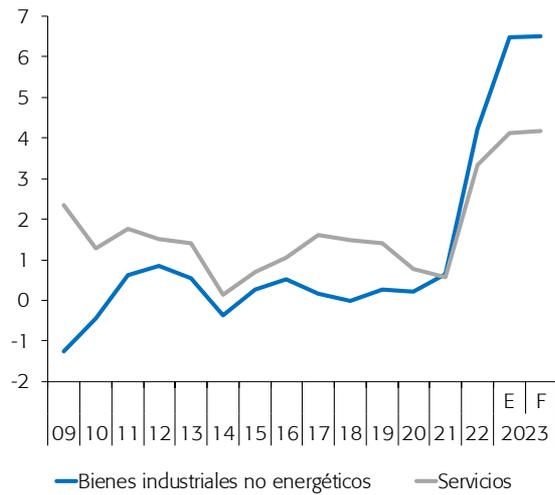
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

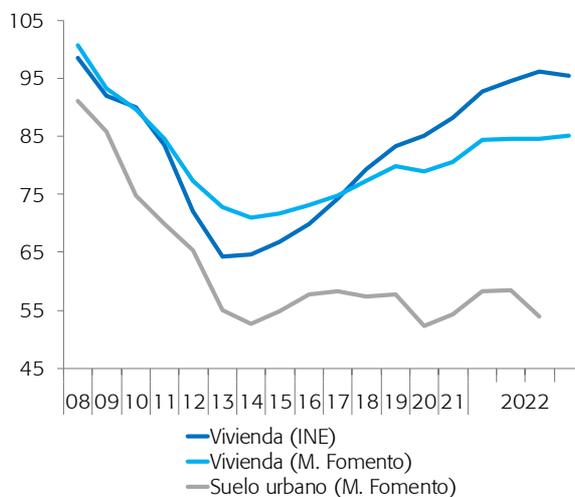
	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2015=100	2015=100		2007=100			2000=100				
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	173,3	--
2021	108,1	116,4	110,4	88,2	80,6	54,3	153,9	151,5	161,5	172,3	--
2022	112,8	157,7	125,4	94,7	84,7	56,9	160,4	158,4	166,5	175,7	--
2023 (b)	--	153,4	130,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2021 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	110,9	147,1	119,6	92,7	84,3	58,3	154,2	150,3	166,2	165,5	--
II	111,3	158,7	126,4	94,5	84,6	58,4	162,3	161,3	165,3	172,8	--
III	112,9	165,4	127,4	96,2	84,6	53,9	155,7	152,2	166,5	178,3	--
IV	116,3	159,6	128,3	95,4	85,1	--	169,4	169,9	167,9	186,2	--
2023 I (b)	--	153,4	130,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2022 Nov	--	159,2	128,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Dic	--	156,6	128,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2023 Ene	--	153,4	130,2	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
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	6,5	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	4,4	35,5	13,6	7,4	5,0	6,9	4,2	4,6	3,1	2,0	2,8
2023 (d)	--	8,2	10,6	--	--	--	--	--	--	--	2,9
2021 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	3,7	41,5	12,7	8,5	6,7	19,1	4,7	5,2	3,4	1,3	2,4
II	4,2	43,9	15,4	8,0	5,5	0,2	3,8	4,3	2,2	1,2	2,5
III	4,5	40,0	14,3	7,6	4,7	2,9	4,0	4,1	3,9	1,8	2,6
IV	5,2	20,0	12,2	5,5	3,3	--	4,2	4,7	2,8	3,7	2,8
2023 I (e)	--	4,3	8,8	--	--	--	--	--	--	--	2,9
2022 Dic	--	14,9	11,1	--	--	--	--	--	--	--	2,8
2023 Ene	--	8,2	10,6	--	--	--	--	--	--	--	2,8
Feb	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2,9

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

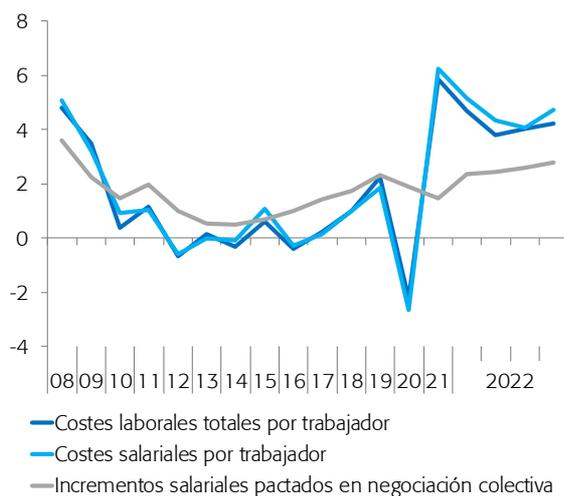
Fuentes: Ministerio de Fomento, Ministerio de Trabajo e INE.

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

Índice (2007=100)

**Gráfico 10.2.- Costes laborales**

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

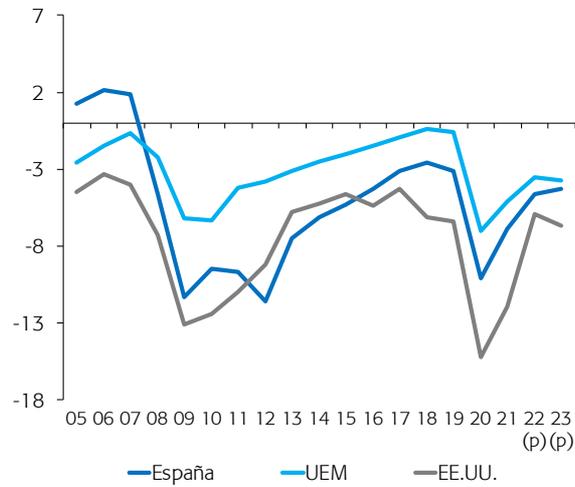
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.			Deuda pública bruta consolidada			Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
Miles de millones de moneda nacional									
2008	-50,7	-207,9	-1.084,5	440,6	6.723,6	10.699,8	-98,8	-62,2	-704,2
2009	-120,6	-578,8	-1.896,6	569,5	7.466,8	12.311,3	-43,7	47,3	-383,1
2010	-102,2	-598,7	-1.863,1	649,2	8.215,0	14.025,2	-39,2	51,6	-439,8
2011	-103,6	-416,0	-1.709,1	743,0	8.677,1	15.222,9	-29,0	77,2	-460,3
2012	-119,1	-374,0	-1.493,3	927,8	9.172,9	16.432,7	0,9	211,5	-423,9
2013	-76,8	-305,1	-977,3	1.025,7	9.502,3	17.352,0	20,8	271,4	-352,1
2014	-63,1	-253,1	-910,4	1.084,8	9.745,8	18.141,4	17,5	314,9	-376,2
2015	-57,2	-209,1	-837,2	1.113,7	9.866,3	18.922,2	21,8	351,6	-424,7
2016	-47,9	-159,0	-1.010,1	1.145,1	10.041,3	19.976,8	35,4	383,7	-403,7
2017	-36,2	-105,0	-833,7	1.183,4	10.127,9	20.492,7	32,2	400,3	-371,4
2018	-31,2	-49,8	-1.261,8	1.208,9	10.239,8	21.974,1	22,6	408,1	-441,2
2019	-38,1	-76,2	-1.363,9	1.223,4	10.325,8	23.201,4	26,2	328,5	-452,6
2020	-113,2	-807,2	-3.198,8	1.345,8	11.388,6	27.747,8	6,8	295,2	-592,5
2021	-82,9	-629,8	-2.772,4	1.427,2	12.012,1	29.617,2	11,5	425,0	-861,4
2022	-60,5	-460,1	-1.494,9	1.487,7	12.498,8	31.153,7	11,2	200,7	-966,5
2023	-59,5	-518,1	-1.761,8	1.546,2	13.019,9	32.925,6	11,5	264,2	-848,8
Porcentaje del PIB									
2008	-4,6	-2,2	-7,3	39,7	69,5	72,4	-8,9	-0,6	-4,8
2009	-11,3	-6,2	-13,1	53,3	80,1	85,0	-4,1	0,5	-2,6
2010	-9,5	-6,3	-12,4	60,5	85,7	93,2	-3,7	0,5	-2,9
2011	-9,7	-4,2	-11,0	69,9	88,2	97,6	-2,7	0,8	-3,0
2012	-11,6	-3,8	-9,2	90,0	92,8	101,1	0,1	2,2	-2,6
2013	-7,5	-3,1	-5,8	100,5	95,2	103,0	2,0	2,7	-2,1
2014	-6,1	-2,5	-5,2	105,1	95,4	103,4	1,7	3,1	-2,1
2015	-5,3	-2,0	-4,6	103,3	93,4	103,9	2,0	3,3	-2,3
2016	-4,3	-1,5	-5,4	102,7	92,4	106,9	3,2	3,5	-2,2
2017	-3,1	-0,9	-4,3	101,8	89,8	105,2	2,8	3,6	-1,9
2018	-2,6	-0,4	-6,1	100,4	87,9	107,0	1,9	3,5	-2,1
2019	-3,1	-0,6	-6,4	98,2	85,7	108,5	2,1	2,7	-2,1
2020	-10,1	-7,0	-15,2	120,4	99,0	131,8	0,6	2,6	-2,8
2021	-6,9	-5,1	-11,9	118,3	97,1	127,0	1,0	3,5	-3,7
2022	-4,6	-3,5	-5,9	114,0	93,6	122,8	0,9	1,5	-3,8
2023	-4,3	-3,7	-6,7	112,5	92,3	124,7	0,8	1,9	-3,2

Fuente: Comisión Europea. Previsiones, otoño 2022.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA. PP.

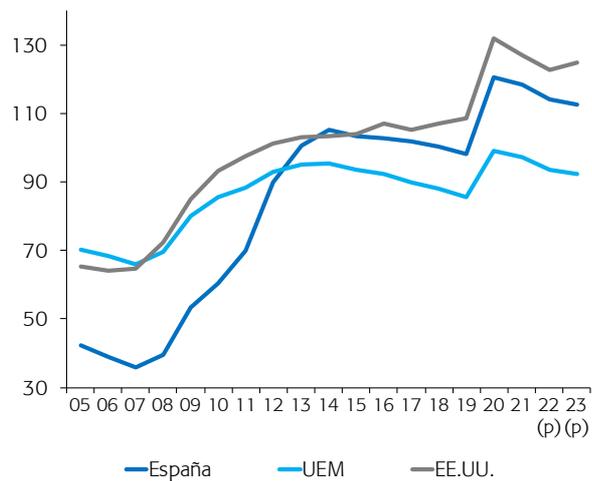
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población

	Población								Altas exteriores	Bajas exteriores de nacidos en España
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)		
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	701.997	33.053
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	441.051	39.211
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	344.992	51.666
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	368.170	66.803
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	417.655	74.873
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,3	85,8	52,9	28,4	13,2	492.600	71.508
2017	46.572.132	42,9	18,8	80,4	85,7	53,2	28,8	13,3	592.604	63.754
2018	46.722.980	43,1	19,1	80,5	85,9	53,6	29,3	13,7	715.255	56.745
2019	47.026.208	43,3	19,3	80,9	86,2	53,7	29,6	14,4	827.052	61.338
2020	47.450.795	43,6	19,4	79,6	85,1	53,5	29,8	15,2	523.618	41.708
2021	47.385.107	43,8	19,6	80,2	85,8	53,4	30,1	15,5	621.216	56.098
2022	47.475.420	44,1	20,0			53,5	30,7	15,9		
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 %.

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	19.113	2,48		
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	5,8	32,6	49,2
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	59.657	4,6*
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD

EPA: Encuesta de Población Activa. MECD: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte. El cambio en las magnitudes correspondientes a 2014 en los datos de la EPA se debe a un cambio en su metodología.

* Datos provisionales.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019	807.614	6.038.326	1.138	957.500	975	2.361.620	712
2020	1.828.489	6.094.447	1.162	952.704	985	2.352.680	725
2021	922.856	6.165.349	1.190	949.765	994	2.353.987	740
2022	773.227	6.253.797	1.254	951.067	1035	2.351.703	778
2023	896.156■	6.324.746■	1.370■	946.694■	1.121■	2.351.647■	849■

Fuentes: INEM, INSS, INSS, INSS, INSS, INSS, INSS

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	
2008	646.186	265.314	199.410	63.626
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643
2016	997.192	254.741	199.762	21.350
2017	902.193	256.187	199.120	19.019
2018	853.437	256.842	196.375	16.472
2019	912.384	259.570	193.122	14.997
2020	1.017.429	261.325	188.670	13.373
2021	969.412	262.177	184.378	11.892
2022	882.585	265.830	179.967	10.633
2023	907.796■	267.650■	177.250■	10.031■

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 enero.

• Los datos se refieren al período enero-febrero.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto		Personal y recursos			
	Gasto público (% PIB)	Gasto público (millones de €)	Médicos en atención especializada (por 1000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1000 personas asignadas)	Enfermeras/os en atención especializada (por 1000 hab.)	Enfermeras/os atención primaria (por 1000 personas asignadas)
2008	6,1	67.344	1,8	0,8	3,0	0,6
2010	6,6	71.136	1,8	0,8	3,2	0,6
2012	6,3	64.734	1,8	0,8	3,1	0,6
2014	6,2	63.507	1,8	0,8	3,1	0,7
2015	6,2	66.489	1,9	0,8	3,2	0,7
2016	6,1	67.724	1,9	0,8	3,3	0,6
2017	6,0	69.312	1,9	0,8	3,4	0,6
2018	6,0	72.157	2,0	0,8	3,5	0,7
2019	6,1	75.929	2,0	0,8	3,5	0,7
2020	7,6	85.503	2,0	0,8	3,7	0,7
2021	7,3■	88.625■				

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	6,74	7,63	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 (febrero 2013-febrero 2023)

El ICC empieza el año subiendo, pero no acaba de despegar



Nota: El ICC se construye combinando dos indicadores parciales: el indicador de la situación actual (a partir de la valoración de la situación económica actual respecto a la de seis meses antes) y el indicador de expectativas (a partir de la situación económica esperada dentro de seis meses). La encuesta del ICC es mensual y telefónica. La muestra se compone de 3.000 entrevistados (aproximadamente dos tercios de ellos, residentes en hogares con teléfono fijo, y un tercio, en hogares que únicamente disponen de teléfono móvil).

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

2. FLASH SOCIAL. La inmigración: valoración mayoritariamente positiva, con matices

Aun cuando la población de origen extranjero residente en España ha aumentado mucho en lo que va de siglo, aproximándose a principios de este año a los 8 millones de personas, la inmigración es actualmente una cuestión prácticamente ausente del debate público español. Lo cierto es que los españoles no la sitúan entre los principales problemas de España. Ante las preguntas que plantean los barómetros de opinión mensuales del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) sobre los problemas más importantes de España, las menciones a la inmigración son muy escasas en comparación con otros temas (como los problemas políticos, los problemas económicos y el paro). En marzo de 2023, no llegaron al 5% los encuestados que mencionaron la inmigración al ser preguntados por los problemas más importantes de España (Gráfico 2). Se observa, además, que la consideración de la inmigración como problema nacional ha descendido desde que se inició la crisis del coronavirus (Gráfico 3).

Téngase en cuenta, no obstante, que esta pregunta establece un ranking de importancia relativa: el bajo porcentaje de menciones no permite afirmar que la inmigración no se perciba como un problema de España, sino que otros temas son considerados más problemáticos (en consecuencia, que la consideración de la inmigración como problema de España haya caído desde que se declaró la pandemia no significa necesariamente que este asunto preocupe ahora menos, sino que otros problemas preocupan más).

Los resultados de diferentes encuestas realizadas por el CIS desde 2008 permiten afirmar que la mayoría de los españoles alberga una actitud positiva hacia la inmigración. En el verano de 2021, un 56% de entrevistados calificaba la inmigración como "positiva" o "muy positiva" para España, opinión más extendida entre los menores de 35 años y, en general, entre los hombres. Ahora bien, en torno a una cuarta parte de los entrevistados manifestaba una opinión "negativa" o "muy negativa" de la inmigración (Gráfico 4). Entre los mayores de 64 años, y sobre todo entre las mujeres de ese grupo de edad, la opinión negativa se halla notablemente más extendida (Gráfico 5). Desde 2021 las encuestas del CIS no han vuelto a plantear esta pregunta.

Gráfico 2

Percepción de los principales problemas de España (% de entrevistados que los mencionan) [marzo de 2023]



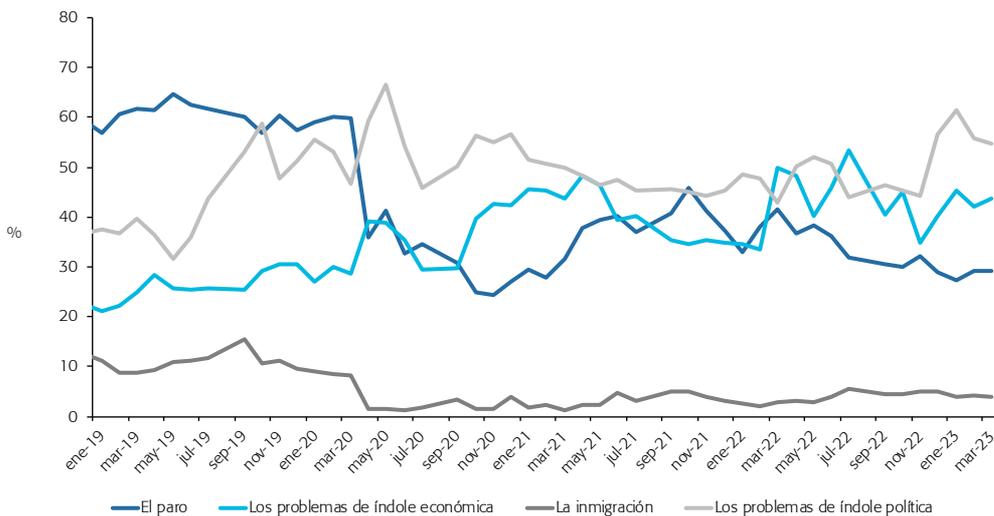
Pregunta: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" (respuesta espontánea) [Suma de las respuestas a las tres preguntas].

Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), barómetro de opinión 3383 (www.cis.es).

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

Gráfico 3

Percepción de la inmigración como uno de los principales problemas de España (% de entrevistados que la mencionan) [enero 2019-marzo 2023]



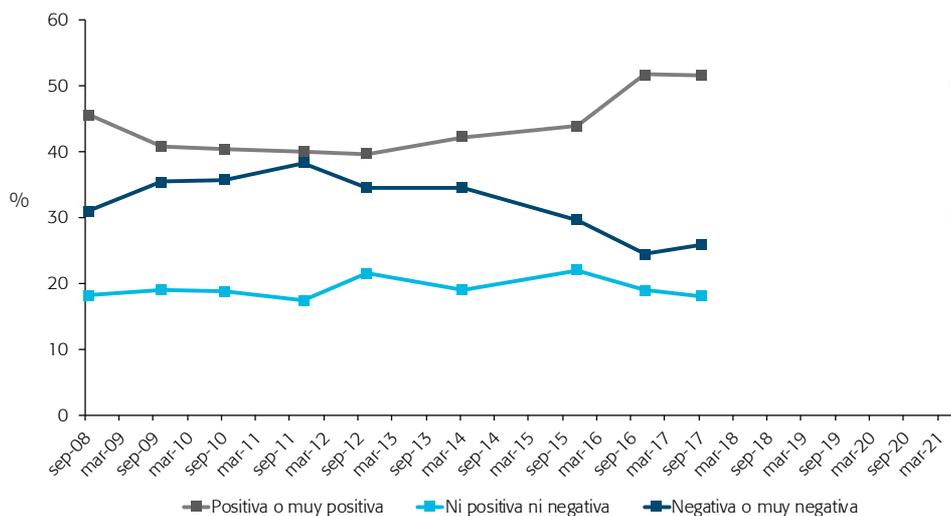
Pregunta: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?" (respuesta espontánea) [Suma de las respuestas a las tres preguntas].

Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), barómetros de opinión 3292-3383 (www.cis.es).

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 293 | MARZO/ABRIL

Gráfico 4

Valoración de la inmigración (2008-17, 2021)

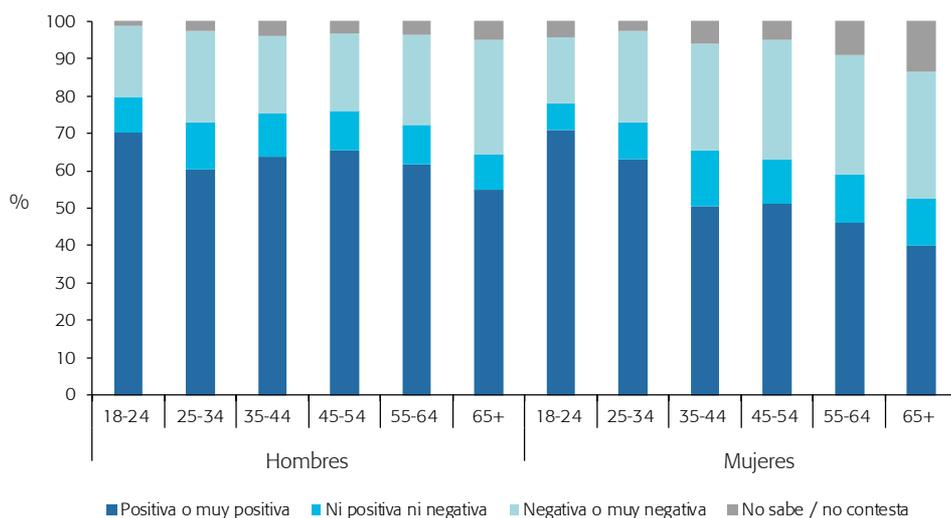


Preguntas "En términos generales, ¿creo Ud. que la inmigración es muy positiva, positiva, negativa o muy negativa para este país?"

Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas, (CIS) estudios 2273, 2817, 2846, 2918, 2967, 3019, 3119, 3161, 3190 y 3326 (www.cis.es).

Gráfico 5

Valoración de la inmigración, por sexo y edad (2021)



Preguntas "En términos generales, ¿creo Ud. que la inmigración es muy positiva, positiva, negativa o muy negativa para este país?"

Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas, estudios 2273, 2817, 2846, 2918, 2967, 3019, 3119, 3161, 3190 y 3326 (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de marzo de 2023

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,9	Diciembre 2022
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,5	Diciembre 2022
Dudosos (% var. mensual medio)	-3,7	Diciembre 2022
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	1.248.718	Febrero 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	118.502	Febrero 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	5	Febrero 2023
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 2001-2020	2021	2022	2023 febrero	2023 15 marzo	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,5	6,9	4,1	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,3	-0,572	2,482	2,744	2,753	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,6	-0,501	3,368	3,725	3,509	Datos a día de publicación
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	3,2	0,5	3,2	3,5	3,3	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	3,6	-	-	-	-	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": en una situación de mayor incertidumbre entre la persistencia de la inflación y las fuentes de inestabilidad financiera internacional, los bancos centrales se reúnen en la próxima semana. La quiebra de Silicon Valley Bank y la incertidumbre asociada a dicho evento y a los rumores sobre Credit Suisse han hecho que los tipos de interés de mercado se hayan reducido en los últimos días. En todo caso, el euríbor a 3 meses ha subido desde el 2,744 % de febrero al 2,753 % de mitad de marzo, mientras que el euríbor a 12 meses se ha reducido del 3,725 % al 3,509 % en el mismo período. En la primera mitad de marzo, la rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha pasado del 3,5 % de febrero al 3,3 % de mitad de marzo.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 diciembre	2023 enero	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	36,1	28,8	27,9	48,06	50,10	(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	9,88	12,27	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,4	0,34	0,04	0,03	2,22	(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	0,33	0,57	(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	1,61	2,18	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	-	-	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	-1,8	8,2	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	0,01	-2,2	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	820,21	871,12 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.656,7	7.347,3	8.771,5	8.229,10	8.759,10 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2019	2020	2021	2022 diciembre	2023 enero	Definición y cálculo
16. Nasdaq	NASDAQ	3.452,8	12.888,2	15.644,9	10.466,48	11428,15	Índice compuesto NASDAQ
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	15,4	15,1	21,1	15,8	15,4 (a)	Variación para todas las bolsas
18. Deuda privada a corto plazo. Saldo vivo (% var.)	BE	0,8	0,6	2,4	-7,48	-0,24	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	0,34	0,14	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	-5,3	0,25	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	13,8	35,4	21,1	320	-38,1	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros": en la primera mitad de marzo, los índices bursátiles han experimentado importantes caídas a raíz de un potencial riesgo de contagio tras la quiebra del banco Silicon Valley Bank y los rumores sobre Credit Suisse, perdiendo parte de lo ganado en los dos primeros meses del año. El IBEX-35 se sitúa en los 8.759,10 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 871,12 puntos. Por su parte, en el mes de enero (último dato disponible) se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 50,10 %). Por otro lado, se produjo un aumento en la ratio de contratación de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 12,27 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 0,25 % mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice disminuyeron un 38,1 % 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 noviembre	2022 diciembre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	5,2	-0,1	0,2	0,6	-0,9	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	6,3	0,6	0,3	0,4	0,5	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	0,9	-2,4	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	-0,03	-0,4	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	3,4	3,6	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 noviembre	2022 diciembre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-0,8	-0,4	-1,5	-3,7	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	12,4	-24,3	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	6,7	-0,3	-0,1	0,1	1,4	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": en diciembre, último dato disponible, se observó una disminución del crédito al sector privado del 0,9 %. Los depósitos aumentaron en un 0,5 %. Los valores de renta fija disminuyeron su peso en balance un 2,4 % mientras que las acciones y participaciones lo disminuyeron en un 0,4 %. Asimismo, se produjo una reducción en el volumen de préstamos dudosos del 3,7 % 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	1.248.718 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total eurozona
41. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	82,081	260.971	289.545	289.689	118.502 (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 febrero de 2023, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 118,50 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 175. La reforma de las reglas fiscales

PANORAMA SOCIAL

N.º 36. Energía y sociedad: perspectivas sobre la transición energética en tiempo de crisis

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 292. Perspectivas en mejora, coyuntura en riesgos

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 12, N.º 1 (2023). Perspectives for the global and Spanish economy in 2023

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 20. febrero (2023)

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 regulación bancaria (3ª ed.). Mario Deprés Polo, Rocío Villegas Martos, Juan Ayora Aleixandre

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2023

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

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria.

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

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

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

publica@funcas.es



Somos mucho más
de lo que imaginas. ¿Vienes?



cecabank

cecabank



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



ISSN: 2254-3422



97722543427