

## 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.