

Deconstruyendo la inflación

Inflación: situación
y perspectivas

Incidencia de la inflación
por hogares

Cuentas de hogares
y empresas en 2022

Inestabilidad financiera:
separar el grano de la paja

Remuneración de los
depósitos y euríbor

Condiciones de acceso
a la financiación bancaria

PERTE: estado actual
y retos

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

294

mayo/junio 2023



CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	El proceso inflacionario: situación y perspectivas <i>Raymond Torres</i>
	9	Incidencia de la inflación en España en 2021 y 2022: ¿cuáles han sido los hogares más perjudicados? <i>Desiderio Romero-Jordán</i>
	19	Las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2022 <i>María Jesús Fernández</i>
	27	Episodios de inestabilidad financiera: separar el grano de la paja <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	35	Remuneración de los depósitos y euríbor: ¿por qué esta vez es diferente? <i>Marta Alborni, Ángel Berges y María Rodríguez</i>
	41	Cambios en las condiciones de acceso a la financiación bancaria <i>Joaquín Maudos</i>
	49	Los PERTE: estado de situación y retos para movilizar los fondos NGEU <i>Ana María Domínguez y Mariola Gomariz</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

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

Carta de la Redacción

La evolución de la economía española en los próximos trimestres dependerá de la fuerza de dos factores contrapuestos. Por una parte, la desescalada de los precios de los productos energéticos importados, la normalización del turismo internacional y la ejecución de los fondos europeos favorecen una trayectoria positiva de la economía. Por otra, el endurecimiento de la política monetaria, el retorno de las reglas fiscales, el agotamiento de los excedentes de ahorro y la pérdida de poder adquisitivo de los hogares provocarán un efecto de ralentización del crecimiento, que tal como apuntan las previsiones de consenso del panel de Funcas podría situarse en el 1,7 % en 2023 y en el 1,8 % en 2024.

Entre tanto, las subidas de precios soportadas a lo largo de 2021 y el primer semestre de 2022 habían colocado a la inflación en el centro de los problemas económicos del país, por lo que supone de deterioro de los términos de intercambio del conjunto de la economía y por los efectos de la respuesta de la política monetaria sobre la tasa de crecimiento. La posterior desaceleración de la inflación a partir de mediados de 2022, como consecuencia de la caída de los precios de la energía y de la reorganización de las cadenas globales de suministro —que estuvieron en el origen de los primeros brotes inflacionistas tras la pandemia—, abre un nuevo escenario en el que la evolución de los precios estará muy determinada por la trayectoria que sigan los salarios y los márgenes empresariales, los denominados efectos de segunda ronda.

El artículo de RAYMOND TORRES realiza una estimación de la senda de inflación para los próximos tres años, tomando como base el impacto de salarios y excedentes empresariales sobre el deflactor del PIB, que es el indicador que mejor aproxima las dinámicas

inflacionistas internas. Hasta la fecha, el incremento del deflactor del PIB entre el segundo trimestre de 2021 y el primero de 2023 se explica, sobre todo, por la recuperación de los márgenes empresariales, que se habían visto afectados muy negativamente por el parón de la actividad durante el confinamiento. Bajo el supuesto de estabilización de los precios de la energía y de otros bienes importados —sin ningún *shock* de oferta, por tanto— el excedente de explotación aportaría 2,8 puntos al deflactor del PIB en el presente ejercicio, mientras que para 2024 y 2025 serían 1,8 y 1,2 puntos respectivamente. Por su parte, la evolución esperada de los salarios, junto con el leve avance de la productividad, redundaría en un incremento de los costes laborales unitarios que, ponderados con el peso de los salarios en el PIB, darían como resultado una aportación al deflactor del PIB de 1,9 puntos este año y 1,7 y 1,3 en los dos siguientes. En suma, la previsión realizada sitúa el aumento del deflactor del PIB en el 4,7 %, 3,5 % y 2,5 % en los próximos tres años, todavía por encima del 2 % fijado por el BCE como objetivo central de su política monetaria.

La reaparición de la inflación en 2021 y su agravamiento posterior en 2022, tras un largo periodo de estabilidad de precios, han golpeado con fuerza la capacidad adquisitiva de los hogares españoles. Pero el impacto concreto sobre cada uno de los hogares está relacionado, de modo principal, con la composición de su cesta de consumo, algo que depende de factores como el nivel de renta, el tipo de municipio, la estructura familiar o la situación socioeconómica, tal como pone de manifiesto el artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN. La estimación del correspondiente índice de precios de consumo para cada hogar de la muestra de la *Encuesta de Presupuestos Familiares* revela que en 2021 y 2022

la inflación incidió con mayor intensidad en los hogares con menor capacidad de gasto. La clave principal radica en el peso diferente que tienen en cada hogar los grupos de gasto más afectados por la inflación: alimentos, energía, carburantes, y hostelería y restauración. El peso agregado de estos cuatro grupos de bienes tiene un perfil claramente decreciente con el nivel de gasto. En conjunto, el 70 % de hogares en 2021 y el 80 % en 2022 tuvieron una inflación superior a la media. En este último año, los hogares situados en el primer decil de gasto equivalente soportaron crecimientos de precios superiores, en media, al 10 % interanual, mientras los ubicados en el decil con mayor capacidad de gasto tuvieron una inflación inferior al 8 %. La incidencia de la inflación también varía por comunidades autónomas. Las dos Castillas, Extremadura, Galicia, La Rioja y Aragón —buena parte de las provincias más afectadas por la despoblación— soportaron subidas de precios por encima de la media nacional. Los resultados muestran también que la inflación fue más intensa en los municipios pequeños, en los hogares formados por una sola persona mayor de 65 años y en las zonas rurales.

El impacto de la pandemia sobre las finanzas de los hogares españoles fue relativamente moderado gracias al efecto compensador de las prestaciones sociales (ERTE, prestaciones para autónomos, incapacidad temporal); fueron las rentas empresariales las que soportaron el grueso del impacto en términos del excedente bruto de explotación y del aumento de su nivel de endeudamiento. El artículo de MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ examina las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2022, un año caracterizado por la casi completa normalización de la actividad económica tras la crisis sanitaria, pero marcado por la crisis energética e inflacionista derivada de la guerra en Ucrania. En el caso de los hogares, el crecimiento del consumo nominal por encima del correspondiente a la renta disponible, aunque todavía arrojó una tasa de ahorro ligeramente superior a los niveles prepandemia, dio por finalizada la generación de sobre ahorro que se había producido en los años anteriores. En lo que se refiere a las empresas, el año 2022 ha sido el de la recuperación del excedente bruto de explotación del golpe sufrido en 2020, habiendo aumentado un 24 % respecto al año anterior, si bien las rentas empresariales presentan aún un crecimiento menor que las de los hogares en comparación con la situación anterior a la crisis sanitaria, lo que se explica en parte por el mayor incremento que han sufrido los impuestos soportados por las empresas.

Los episodios de inestabilidad financiera acaecidos durante el mes de marzo son en buena medida consecuencia de la interacción entre el rápido e intenso endurecimiento de la política monetaria y las vulnerabilidades de algunas entidades, que no fueron identificadas a tiempo por las autoridades supervisoras. Pero más allá de los casos concretos de crisis de algunos bancos, el problema es el riesgo de contagio financiero, que podría afectar especialmente a los intermediarios financieros no bancarios, la denominada banca en la sombra. SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ ponen el acento en la necesidad de clarificar quién es quién y en afrontar una distribución de responsabilidades entre bancos, hogares, empresas y autoridades, que evite nuevos episodios de inestabilidad. Desde esa óptica de clarificación, la posición de los bancos españoles muestra una mejoría de las ratios de capital, una ratio de cobertura de liquidez muy por encima del requisito regulatorio y una ratio de préstamos dudosos que sigue disminuyendo. Aunque es difícil establecer comparaciones y el entorno de mercado es muy volátil, el rendimiento bursátil a un año del sector bancario español presenta un comportamiento relativo claramente más positivo que el promedio europeo y el norteamericano.

La escalada del euríbor a 12 meses desde comienzos de 2022, y su entrada en valores positivos tras más de cinco años en terreno negativo, ha tenido una traslación asimétrica a los dos lados del balance de los bancos españoles, con una incidencia más rápida e intensa en los tipos de concesión de préstamos que en los de captación de depósitos. El trabajo de MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ estima, en primer lugar, la función de respuesta de esos dos segmentos del negocio bancario a la variación del euríbor y argumenta, en segundo lugar, por qué se está produciendo ese desfase. La discordancia existente entre el reprecio del activo y del pasivo ante subidas y bajadas de los tipos de referencia ha sido una constante a lo largo de los años; se trata de una gestión del margen de intermediación que tiene que ver con el equilibrio entre rentabilidad y liquidez. De hecho, en un contexto de demanda de crédito débil como el actual, la posición de liquidez de la banca española es mucho más holgada que en el pasado, con cuantiosos remanentes provenientes, en parte, de las políticas monetarias expansivas de estos últimos años. Por otra parte, la volatilidad e incertidumbre asociadas a la evolución futura de los tipos determinan una respuesta prudente de la traslación a depósitos por los efectos dañinos que pudiera tener una reversión de la tendencia alcista de los tipos. Téngase en cuenta que

la sensibilidad de la cuenta de resultados a los tipos de interés está también ligada a los efectos de la inflación sobre los costes de transformación y al posible deterioro de la calidad crediticia y el consiguiente impacto sobre los saneamientos. En todo caso, la cautela de la banca en la gestión de sus tipos activos y pasivos estará condicionada por la composición de la cartera de clientes de cada entidad y por cómo se desarrolle la presión competitiva en el conjunto del sector.

El artículo de JOAQUÍN MAUDOS complementa este análisis de los efectos de la subida de tipos de referencia y del euríbor, refiriéndose a las condiciones de acceso a la financiación bancaria de hogares y empresas en España, dentro del contexto europeo. A modo de resumen, la traslación del aumento del euríbor a los tipos de interés del préstamo bancario desde enero de 2021 ha sido mayor en las empresas que en las familias, pero en ambos casos ha sido menor en España que en la eurozona. Ahora bien, en relación con los nuevos préstamos, la información más reciente de marzo de 2023 sitúa los tipos de concesión a hogares, tanto para compra de vivienda como de consumo, por encima de la eurozona. En ambos casos la banca ha endurecido sus criterios como consecuencia del deterioro de la actividad económica, la menor solvencia de los prestatarios y la menor tolerancia al riesgo de los bancos. Factores parecidos explican también el endurecimiento de los estándares de concesión a las empresas, a los que habría que añadir en este caso los requerimientos de más garantías. Por el momento, y hablando en términos generales, la subida de tipos

no debería ser especialmente preocupante, dada la posición financiera de la mayor parte de empresas y familias, si bien existen colectivos vulnerables en los que el servicio de la deuda puede suponer un elevado porcentaje de su renta y para los que la ampliación del código de buenas prácticas —caso de los hogares con hipotecas—, siendo una medida adecuada, podría resultar insuficiente.

Entre los instrumentos diseñados para la implementación en España de los fondos europeos *Next Generation EU*, ocupan un lugar destacado los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE). El volumen de inversión pública destinado a los PERTE declarados hasta la fecha equivale a la cuarta parte de los fondos *Next Generation* que podrá captar España. ANA MARÍA DOMÍNGUEZ y MARIOLA GOMARIZ repasan en su artículo el estado de situación de los PERTE, con especial referencia a su grado de ejecución, muy condicionado por dificultades que tienen que ver con los requisitos de las convocatorias, el marco regulatorio o los requisitos de gestión, que limitan especialmente la participación de las pequeñas y medianas empresas. Las autoras realizan algunas propuestas para facilitar la canalización de los fondos, aumentar su eficacia, e involucrar a un mayor número de pymes y mejorar su impacto sobre la modernización y competitividad de la economía española. Finalmente, cabe también señalar que los procesos electorales en curso y la consiguiente interinidad podrían ralentizar la ejecución de los fondos en los próximos meses.

El proceso inflacionario: situación y perspectivas

Raymond Torres*

Los factores exógenos que impulsaron la inflación tienden a amainar. Si bien los mercados energéticos y alimentarios se caracterizan por una elevada volatilidad, se puede anticipar que, bajo el supuesto de un entorno sin grandes sobresaltos, el devenir de la inflación en España estará vinculado a la dinámica de los salarios y de los márgenes empresariales, los denominados efectos de segunda ronda. Teniendo en cuenta los términos salariales del reciente acuerdo sobre negociación colectiva y otros factores relacionados con el SMI y las retribuciones de los empleados públicos, se puede estimar una evolución contenida y decreciente de los costes laborales en este año y los dos siguientes. Esa tendencia sería también la que se espera en los márgenes empresariales, habida cuenta de la previsible debilidad de la demanda interna. En conjunto, se obtiene una previsión del deflactor del PIB del 4,7 %, 3,5 % y 2,6 % para los próximos tres años. La previsión, si bien todavía superaría el objetivo del 2 %, es relativamente cauta, ya que implica que los salarios no recuperarán el poder adquisitivo perdido desde el inicio del brote de inflación. La moderación de los márgenes empresariales es también un supuesto prudente, ya que quiebra la tendencia alcista de los últimos tiempos.

Desde su reaparición a mediados de 2021, la inflación ha marcado la marcha de la economía española. Al tratarse, en su fase inicial, de un *shock* externo proveniente del encarecimiento de la energía y de los suministros importados, el brote inflacionario ha redundado en una pérdida de capacidad de compra para el conjunto de la economía (deterioro de los términos de intercambio) que ha recaído con especial intensidad en los asalariados y en las empresas más expuestas a las perturbaciones (Torres y Fernández, 2022). El resultado ha sido un

debilitamiento de la demanda interna, en especial el consumo de las familias, lastrando el crecimiento. Además, la política monetaria se ha endurecido de manera abrupta con el objetivo de anclar las expectativas de los agentes, y así prevenir los llamados efectos de segunda ronda, los que surgen posteriormente al brote inicial.

En los últimos meses los mercados energéticos han revertido parte de la escalada de precios, a la vez que las cadenas de suministros han empezado

* Funcas.

a reorganizarse, suavizando los cuellos de botella y moderando el *shock* externo que originó el brote inflacionario. Sin embargo, otro brote de inflación, el de los alimentos, sigue presionando, y el IPC subyacente se mantiene en cotas elevadas.

El objetivo de este artículo es analizar las condiciones para que el *contra-shock* de precios energéticos se repercuta plenamente al resto de precios, para así desembocar en un proceso sostenido de desinflación. Para ello, hay que distinguir entre el efecto del abaratamiento de la energía en el IPC total y la dinámica endógena de los precios internos y de los salarios. A partir de este análisis, el artículo presenta una estimación de la senda de inflación que se pronostica para los próximos años.

El *shock* de precios externos y su posterior debilitamiento

La tensión en los mercados del gas, de la electricidad y, en menor medida del petróleo, alcanzó su paroxismo en el periodo inmediatamente posterior al estallido de la guerra en Ucrania. La consecuencia fue un alza considerable del componente energético del IPC, con un máximo alcanzado en julio de 2022

(en ese mes, el IPC energético se incrementó un 41,4 % en términos interanuales).

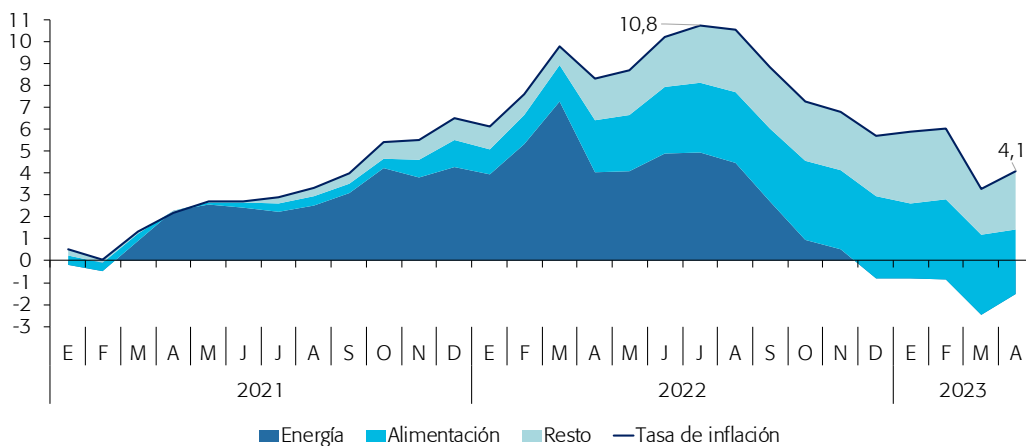
Sin embargo, desde el verano, los hidrocarburos cotizan netamente a la baja y los mercados de futuros apuntan a una estabilización en torno a los valores actuales. Así pues, el Mibgas ha pasado de cotizar por encima de 160 euros por MWh en agosto a cerca de 30 euros en el momento de escribir este artículo, y los precios anticipados para los dos próximos años son relativamente estables. Ello, junto las medidas de limitación del precio del gas que entra en la generación de electricidad, han dado lugar a un retroceso en importe de la factura de la luz. Por su parte, el precio del barril de Brent, que había rozado los 130 dólares tras la invasión de Ucrania, ha seguido una senda descendente y se sitúa por debajo de 80 dólares, tanto en el mercado del día a día como en el de futuros. Cabe señalar, sin embargo, que los precios energéticos en general están todavía netamente por encima de los niveles prepandemia.

En todo caso, las tendencias recientes redundan en un importante descenso del IPC energético (-24 % entre el máximo de julio y abril). Esto ha facilitado una cierta desescalada de la inflación, habida cuenta del importante peso de la energía, tanto

Gráfico 1

IPC total y componentes

(Variación interanual en porcentaje)



Fuente: INE y Funcas.

directamente en el IPC total (el componente energético representa la décima parte del total) como indirectamente, al tratarse de un factor de producción clave en todos los sectores (gráfico 1). Este último efecto, el indirecto, es por esencia gradual, ya que el traslado del abaratamiento de la energía al resto de precios se produce a un ritmo que depende de los eslabones que configuran las cadenas productivas.

Así pues, los costes de producción en la industria y en la agricultura han empezado a reflejar el abaratamiento de los suministros energéticos y de otros insumos importados. Según los datos de abril, el índice de precios de producción en la industria, excluyendo la energía, creció a un ritmo anual del 4,2 %, dejando atrás el doble dígito registrado durante todo el pasado ejercicio. En cuanto a la agricultura, no se apreciaba un cambio de tendencia hasta fechas recientes, por la presión en los precios resultante de las desfavorables condiciones climatológicas y la sequía que padece nuestro país. Sin embargo, los datos de precios pagados por los agricultores, los fertilizantes y otros insumos apuntan a una leve moderación, algo que poco a poco debería frenar el IPC de alimentos (Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, 2023).

En suma, los factores exógenos que habían impulsado la inflación tienden a amainar. Se trata sin duda de una tendencia que sufrirá altibajos, por la volatilidad que caracteriza los mercados energéticos y alimentarios, y su vulnerabilidad ante las tensiones geopolíticas globales. No obstante, bajo el supuesto de un entorno externo sin grandes sobresaltos, se puede anticipar una menor aportación al IPC tanto de los componentes energéticos como de los alimentos.

La aparición de efectos de segunda ronda

El devenir de la inflación subyacente, por tanto, depende de la dinámica de los salarios y de los márgenes empresariales, independientemente del origen del *shock* inicial. Uno de los factores reside en la

capacidad de recuperar poder adquisitivo por parte de los asalariados y de los sectores más golpeados por la pandemia, algo que necesariamente mantendría la presión sobre los precios. Pero la clave está en las expectativas: la evidencia empírica muestra que, en un entorno de inflación alta, los agentes tienden a fijar precios en función de la elevación prevista de los costes, con el riesgo de generar una pérdida adicional de poder adquisitivo de los salarios, y de poner en marcha una nueva ronda de inflación. El riesgo de desanclaje de las expectativas contribuye a explicar la resistencia del Banco Central Europeo (BCE) a proceder a una pausa en la subida de tipos de interés, pese a las señales de debilitamiento de la economía (Borio *et al*, 2023).

La evolución agregada de los excedentes empresariales oculta realidades distintas entre sectores. Según los datos de la Agencia Tributaria, los márgenes han sido especialmente boyantes en los sectores de la energía y del comercio al por mayor, mientras que todavía no se han recuperado en la construcción y en algunas ramas manufactureras.

A este respecto cabe señalar que, según diversos indicadores, la inflación subyacente tiende a ser relativamente persistente. Así pues, el IPC subyacente, que excluye la energía y los alimentos frescos, se situaba todavía en el 6,6 % en abril. De manera similar, el núcleo central del IPC, que se obtiene excluyendo del IPC total los alimentos elaborados, y no solo los frescos y la energía, se mantiene desde inicios de año en cotas relativamente elevadas, cercanas al 4,5 %-5 %. Finalmente, el deflactor del PIB –la variable que mejor aproxima las dinámicas internas de la inflación, si bien su disponibilidad es solo trimestral– se incrementó un 6,2 % en el primer trimestre frente al 0,8 % en el periodo expansivo anterior a la pandemia (media 2014-2019)¹.

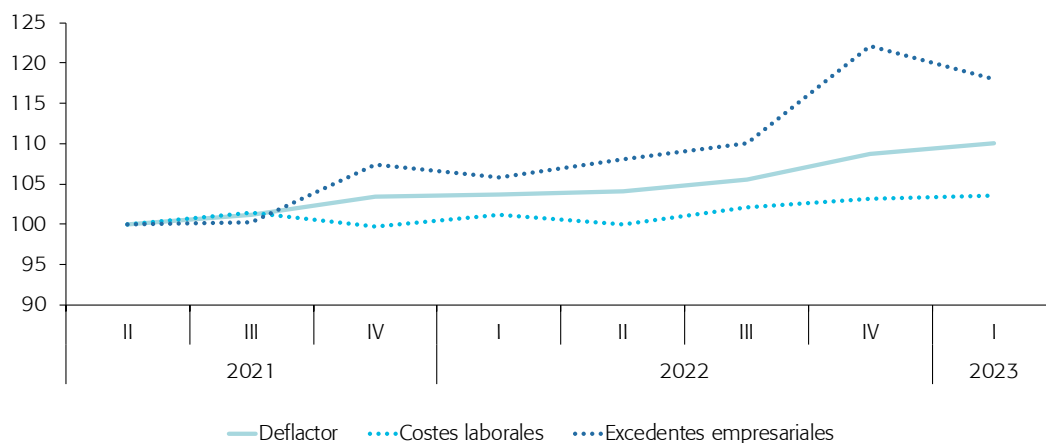
El deflactor del PIB es también el único indicador que permite realizar un diagnóstico riguroso de la contribución a la formación de los precios de los

¹ Hay que remontarse a inicios de los años 90 para encontrar un incremento similar del deflactor del PIB.

Gráfico 2

Deflactor del PIB, costes laborales y excedente empresarial desde el inicio del brote de inflación

(Base 100 en 2º trim. 2021)



Nota: los costes laborales son por unidad de producto y el excedente empresarial se refiere al excedente bruto de explotación y rentas mixtas por unidad de producto.

Fuente: Estimaciones del autor en base a cuentas nacionales del INE.

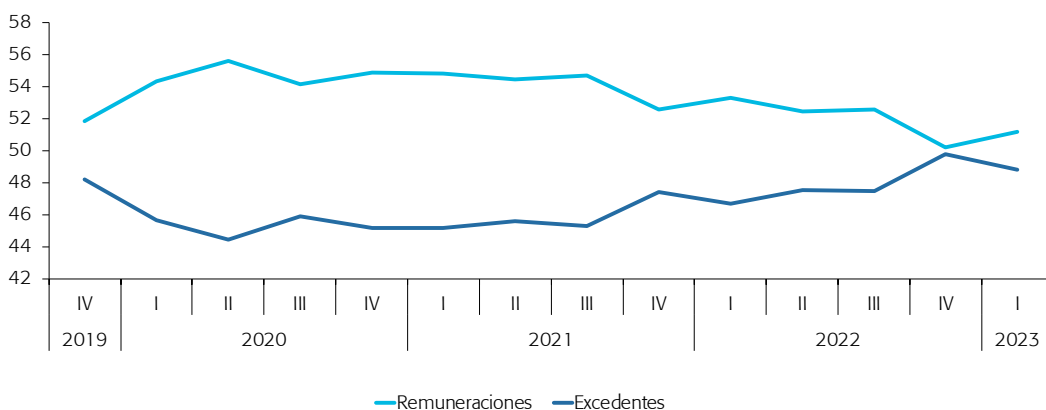
salarios y de los márgenes empresariales (los dos principales canales de transmisión interna de la inflación), de ahí su utilidad para el presente artículo. Analizando ambos factores se desprenden dos resultados. En primer lugar, el incremento del deflactor

del PIB (+10,1 % entre el segundo trimestre del 2021 y el primero de 2023) se explica sobre todo por la recuperación de los márgenes empresariales, y en menor medida por el alza de los costes laborales unitarios (gráfico 2). Concretamente, el 73 % de la

Gráfico 3

Remuneraciones de asalariados y excedente bruto de explotación y rentas mixtas

(Porcentaje del PIB a precios de mercado)



Fuente: Estimaciones del autor en base a cuentas nacionales del INE.

inflación en términos de deflactor del PIB registrada entre el segundo trimestre del 2021 y el primero de 2023 se debe al excedente bruto de explotación por unidad de producto, el 17 % a los costes laborales unitarios, y el 10 % restante a los impuestos netos de subvenciones.

En segundo lugar, el incremento de los excedentes refleja en parte el proceso de recuperación tras el desplome generado por la pandemia. Los márgenes se habían visto muy afectados por el parón de la actividad durante el periodo de confinamiento, y por tanto una parte de su incremento en el periodo posterior refleja un fenómeno de recuperación. En efecto, tras la fuerte caída registrada en 2020, el excedente bruto de explotación calculado en proporción del valor añadido a precios de mercado inició una senda de recuperación, pero solo alcanzó el nivel prepandemia en el último trimestre del pasado ejercicio (gráfico 3). En el primer trimestre del 2023, el excedente bruto de explotación se situó seis décimas por encima del nivel alcanzado en el último trimestre de 2019. Por otra parte, se trata de un resultado agregado que oculta realidades distintas entre sectores. Según los datos de la Agencia Tributaria, los márgenes han sido especialmente boyantes en los sectores de la energía y del comercio al por mayor, mientras que todavía no se han recuperado en la construcción y en algunas ramas manufactureras.

Perspectivas de inflación

En base a este análisis, se puede inferir una estimación de la senda de inflación para los próximos tres años, bajo dos hipótesis principales. En primer lugar, se prevé una estabilización de los precios de la energía y de otros suministros importados, en línea con lo comentado anteriormente. Esto significa que no se produciría un nuevo *shock* de oferta, ni al alza ni a la baja, de modo que la inflación dependería fundamentalmente de la dinámica de los precios internos, que a su vez estará determinada por los costes laborales y los excedentes empresariales. En términos estadísticos, esto significa que el IPC evolucionará más o menos al compás del deflactor del

PIB (en línea con la pauta observada antes de la pandemia).

La segunda hipótesis atañe a la evolución de las remuneraciones salariales. En este caso se incorpora el recién firmado acuerdo para el empleo y la negociación colectiva, en virtud del cual los salarios del sector privado se incrementarán al menos un 4 % este año, y un 3 % tanto en 2024 como en 2025.

La evolución esperada de los salarios, junto con el leve avance previsto de la productividad, redundaría en un incremento de los costes laborales unitarios del 3,7 % para este año, y 2,5 % en los dos siguientes. Ponderando por el peso de la remuneración de los asalariados en el PIB, la aportación al deflactor sería de 1,9 puntos este año, y 1,7 y 1,3 puntos los dos siguientes, respectivamente.

La remuneración media por asalariado podría crecer ligeramente por encima del umbral fijado para este año, habida cuenta del avance previsto del salario mínimo interprofesional (SMI). Las remuneraciones de las administraciones públicas registrarían un aumento inferior a lo acordado para el sector privado, pero sin compensar el impacto del SMI en el agregado total. Todo ello, junto con el leve avance previsto de la productividad del factor trabajo (un 0,5 % por año), redundaría en un incremento de los costes laborales unitarios del 3,7 % para este año, y 2,5 % en los dos siguientes. Ponderando por el peso de la remuneración de los asalariados en el PIB, la aportación al deflactor sería de 1,9 puntos este año, y 1,7 y 1,3 puntos los dos siguientes, respectivamente (cuadro 1).

A partir de estos supuestos, la senda de inflación dependerá del comportamiento de los márgenes empresariales. En el escenario central, se vaticina una estabilización de los márgenes a nivel agregado en torno a los niveles observados en el primer trimestre, habida cuenta de la plena recuperación en relación a la situación prepandemia, tal y como se ha comentado más arriba. Además, la

Cuadro 1

Previsión de crecimiento del deflactor del PIB y de sus componentes

(Variación interanual en porcentaje)

	2023	2024	2025
Deflactor del PIB	4,7	3,5	2,5
Del cual:			
Costes laborales	1,9	1,7	1,3
Excedente empresarial	2,8	1,8	1,2

Fuente: Funcas.

actual debilidad de la demanda interna, en particular del consumo privado, deja poco espacio para el aumento de las tarifas de venta de las empresas, más allá de lo que justifican los costes de producción. El excedente todavía aportaría 2,8 puntos al deflactor del PIB del presente ejercicio, ya que su nivel en el primer trimestre superaba la media del año pasado (cuadro 1). Para 2024 y 2025, la aportación del excedente sería de 1,8 puntos y 1,2 puntos, respectivamente, siempre en el escenario central de estabilización de los beneficios empresariales.

El excedente de explotación todavía aportaría 2,8 puntos al deflactor del PIB del presente ejercicio, ya que su nivel en el primer trimestre superaba la media del año pasado. Para 2024 y 2025, la aportación del excedente sería de 1,8 puntos y 1,2 puntos, respectivamente, siempre en el escenario central de estabilización de los beneficios empresariales.

Sumando las aportaciones de las remuneraciones y de los excedentes se obtiene una previsión de deflactor del PIB del 4,7 %, 3,5 % y 2,5 % para los próximos tres años. La previsión, si bien todavía superaría el objetivo del 2 %, es relativamente cauta, ya que implica que los salarios no recuperarán el poder adquisitivo perdido desde el inicio del brote de inflación. Es decir, los efectos de segunda ronda son casi nulos en términos de salarios. La

moderación de los márgenes empresariales es también un supuesto prudente, ya que quiebra la tendencia alcista de los últimos tiempos².

Para que la inflación volviera rápidamente al 2 %, en un contexto marcado por el acuerdo salarial, los beneficios empresariales tendrían que reducirse sustancialmente en relación al nivel observado en el primer trimestre. Esta circunstancia nunca se ha producido en la economía española desde que existen registros, salvo en periodos de recesión: en los últimos tres lustros, el excedente de explotación por unidad de producto solo se redujo en la recesión de principios de los 90, durante la crisis financiera y en 2020.

Conclusiones

El proceso de desinflación facilitado por la moderación de los mercados energéticos será paulatino. Salvo el caso imprevisto de una recesión o de un descenso significativo de los precios importados, es poco probable que la inflación subyacente vuelva al objetivo del 2 % antes de finales de 2024. Además, la desinflación podría ser más lenta en otros países de la eurozona que se acercan al pleno empleo, de modo que un retorno a la política monetaria acomodaticia anterior al estallido de la perturbación inflacionaria es inverosímil en un horizonte cercano. Los tipos de interés podrían empezar a relajarse en consonancia con la desinflación a partir del año que viene, algo que ayudará a contener los costes financieros, en

² Esta estimación está en línea con Mojón, Nodaro y Siviero (2023).

particular para los hogares endeudados a tipo variable (Torres, 2023). Pero sin que se vislumbre todavía una vuelta a la era de la relajación cuantitativa.

Referencias

- BORIO, C., LOMBARDI, M. J., YETMAN, J. y ZAKRAJŠEK, E. (2023). The two-regime view of inflation. *BIS papers*, March. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap133.htm>.
- MINISTERIO DE AGRICULTURA, PESCA Y ALIMENTACIÓN. (2023). Índices y precios pagados agrarios. https://www.mapa.gob.es/es/estadistica/temas/estadisticas-agrarias/indicesypreciospagadosagrariospublicacion2023enero_tcm30-650545.pdf.
- MOJON, B., NODARO, G. y SIMERO, S. (2023). Disinflation milestones. *BIS Bulletin*, No. 75., May. <https://www.bis.org/publ/bisbull75.htm>.
- TORRES, R. (2023). El euríbor y las hipotecas. *Cuadernos de Información Económica*, 293 (marzo-abril). <https://www.funcas.es/articulos/el-euribor-y-las-hipotecas/>
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2022). Perspectivas de la economía española ante el brote de inflación. *Cuadernos de Información Económica*, 286 (enero-febrero 2022). <https://www.funcas.es/articulos/perspectivas-de-la-economia-espanola-ante-el-brote-de-inflacion/>

Incidencia de la inflación en España en 2021 y 2022: ¿cuáles han sido los hogares más perjudicados?

Desiderio Romero-Jordán*

La inflación no afecta por igual a todos los hogares. Los datos de crecimiento del IPC sintetizan en una sola cifra el valor medio de la inflación, pero la diferente composición de la cesta de consumo por niveles de renta, por tipo de municipio, por estructura del hogar o por situación socioeconómica determina efectos también diferentes de las variaciones de precios sobre la capacidad adquisitiva de los hogares. Este artículo estima un índice de precios para cada hogar (IPCH) de la muestra incluida en las *Encuestas de Presupuestos Familiares* de 2021 y 2022. Los resultados revelan de manera inequívoca que la inflación en esos años incidió con mayor intensidad en los hogares con menor capacidad de gasto, en las comunidades autónomas menos pobladas, en las zonas rurales y en aquellas personas mayores de 65 años que viven solas. A modo de resumen, el 80 % de los hogares españoles soportó en 2022 un IPCH medio superior al IPC total.

Tras la crisis generada por la pandemia, la preocupación por la inflación ha vuelto con intensidad al primer plano del debate económico. El intenso y persistente fenómeno inflacionista está generando una amplia batería de efectos no deseados sobre los hogares: fuerte erosión de la renta real, encarecimiento de la cesta de la compra, restricciones para mantener una temperatura óptima en las viviendas, incremento de los costes hipotecarios o dificultades de ahorro para hacer frente a imprevistos. Estos problemas se han agudizado en los dos últimos años al pasar el crecimiento medio del índice de precios de consumo (IPC) del 3,1 % en 2021 al 8,4 % en 2022. No obstante, detrás de esas cifras promedio se encuentran incrementos mucho mayores

en un amplio listado de bienes y servicios básicos. Por ejemplo, la electricidad aumentó un 35,6 % en 2021 o el aceite de oliva un 26,1 % en 2022.

Utilizando la cesta de consumo a nivel micro disponible en la *Encuesta de Presupuestos Familiares*, este trabajo calcula un índice de precios para cada hogar en 2021 y 2022. En media, los resultados muestran con claridad que el fenómeno inflacionista pospandemia ha perjudicado más intensamente a los hogares con menor capacidad económica, especialmente de las tres primeras decilas. Es decir, hogares con un gasto anual inferior a, aproximadamente, 14.000 euros, alrededor de 1.200 euros mensuales. Las comunidades más afectadas han sido Castilla-La

* Universidad Rey Juan Carlos y Funcas.

Mancha, Castilla y León, Extremadura, Galicia, La Rioja y Aragón que aglutinan la mayoría de provincias que conforman el grueso de la llamada España despoblada. En este sentido, los hogares situados en los municipios más pequeños, con menos de 10.000 habitantes, han sido los más perjudicados, destacando especialmente por su intensidad aquellos formados por personas de más de 65 años que viven solas.

Construcción de un índice de precios para cada hogar (IPCH)

El IPC sintetiza en una sola cifra el crecimiento de los precios de los diferentes ítems que conforman la cesta media de consumo de los hogares. Por construcción, adolece de un cierto nivel de abstracción al ofrecer una cifra media del impacto de los precios en los hogares residentes. Sin embargo, tras ese dato agregado proporcionado regularmente por el INE, existe un IPC latente para cada hogar cuyo valor depende de la composición relativa de sus respectivas cestas de consumo. En otras palabras, cada hogar tiene su propio IPC al que en adelante denominaremos IPCH. Este IPCH vendrá determinado por la interacción de dos variables: (i) la variación de los precios de los diferentes bienes y servicios y (ii) el peso en la cesta de consumo de cada uno de esos ítems.

El IPCH estimado en este trabajo utiliza información estadística procedente de dos fuentes distintas del INE. En cuanto a los precios, se emplean los datos anuales de IPC referidos a todo el territorio nacional desagregados por subclases. Para la estructura de consumo de los hogares se utiliza la última ola disponible, referida a 2021, de la *Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF)*. La EPF es una muestra representativa que incluye información de carácter socioeconómico de alrededor de 20.000 hogares. El grado de desagregación en los precios es inferior al de los gastos. Por este motivo, ha sido necesario realizar una asignación *ad hoc* para

aquellos gastos que no disponen de un precio específico utilizando el criterio del precio más próximo.

Para el cálculo del peso de los diferentes bienes que componen la cesta de consumo se han excluido dos ítems de gasto que forman parte de la EPF. Concretamente, el alquiler imputado y las remesas a otros miembros no residentes¹. El alquiler imputado recoge una estimación del hipotético pago que habrían de realizar los propietarios de viviendas si fueran inquilinos de las mismas, su valor medio es alto dado el elevado peso de la vivienda en propiedad en España². Sin embargo, a diferencia del alquiler de vivienda, esta imputación no recoge una relación de intercambio remunerada interpartes. Asimismo, las remesas a otros miembros son transferencias unilaterales donde no es posible identificar el destino de estos recursos. En adelante, denominaremos Gasto Ajustado de los Hogares a la suma de los diferentes ítems de gasto en bienes y servicios recogido en la EPF pero excluyendo esas dos partidas.

Los valores estimados de IPCH por niveles de gasto o características socioeconómicas permiten identificar la tipología de hogares más perjudicados por la inflación. Adicionalmente, la comparación de la distribución del valor medio del IPCH con el IPC permite también computar la proporción relativa de hogares más afectados por el crecimiento en los precios. Concretamente, el IPCH de un hogar podrá situarse por encima, por debajo o en un nivel similar al IPC dependiendo de cuál sea su estructura de consumo. Como veremos seguidamente, los hogares cuyo gasto se concentre con más intensidad en bienes más afectados por el crecimiento en los precios soportarán en general valores del IPCH superiores al IPC. En caso contrario, el IPCH estará situado por debajo del nivel general de precios.

Precios y estructuras de consumo

El cuadro 1 recoge las tasas interanuales de inflación en 2021 y 2022 agrupadas en 20 rúbricas, donde

¹ Este procedimiento coincide con la metodología seguida por el Instituto Nacional de Estadística.

² Su valor medio fue en 2021 de 7.665 euros representando en media alrededor del 28 % del gasto total de los hogares con residencias en propiedad, el 88 % de los hogares de la EPF de 2021 tienen alquiler imputado.

Cuadro 1

Evolución de precios y estructura de gasto de los hogares españoles

	Variación del IPC		Estructura de gasto EPF-2021		
	2021 %	2022 %	Media %	Desviación estándar	Mediana %
1. Alimentos y bebidas no alcohólicas	1,8	11,6	24,84	0,14	23,13
2. Bebidas alcohólicas y tabaco	0,3	3,9	2,26	0,05	5,60
3. Vestido y calzado	1,0	2,7	4,85	0,06	2,66
4. Alquiler de vivienda	0,6	1,3	4,04	0,11	0,00
5. Gastos en vivienda y agua	1,3	4,2	5,88	0,06	4,04
6. Electricidad	35,6	26,8	4,82	0,04	3,74
7. Gas natural	4,9	19,2	1,33	0,03	0,00
8. Otros combustibles líquidos	26,5	72,5	0,91	0,03	0,00
9. Muebles y equipamiento del hogar	0,9	5,8	5,40	0,07	3,28
10. Sanidad	0,7	1,1	5,00	0,08	1,81
11. Turismos, motos y mantenimiento	1,8	7,2	5,42	0,12	3,60
12. Carburantes de automoción	16,0	22,4	4,67	0,07	0,29
13. Transporte público	-1,1	-0,9	0,78	0,03	0,00
14. Comunicaciones	-1,3	-3,0	4,68	0,04	3,87
15. Ocio y cultura	0,2	2,8	4,82	0,07	2,28
16. Enseñanza	0,2	1,2	1,32	0,04	0,00
17. Hostelería y restauración	0,9	6,4	8,25	0,11	4,20
18. Cuidados personales	0,0	4,2	3,88	0,04	2,70
19. Cuidado de mayores y dependientes	1,3	3,4	0,22	0,03	0,00
20. Seguros y otros servicios	2,7	2,5	6,21	0,06	4,76
Total grupos de gasto	3,1	8,4	—	—	—

Fuente: INE (2022, 2023) y elaboración propia

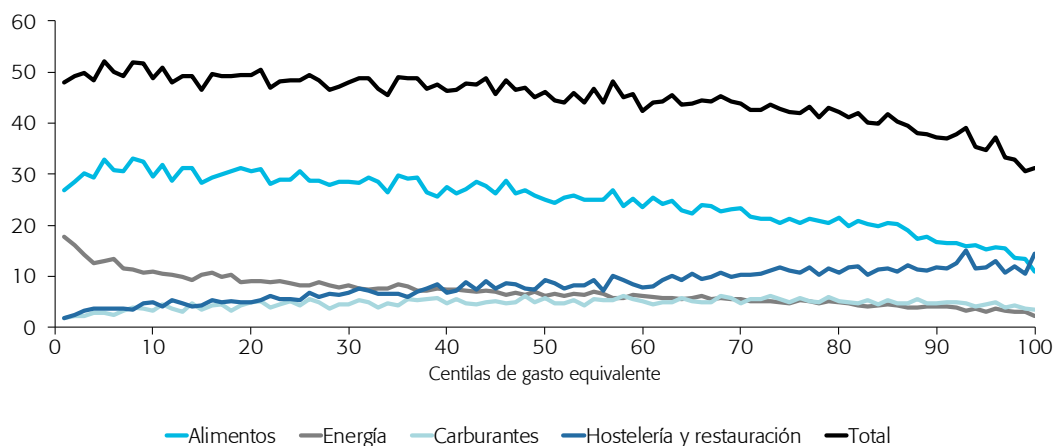
los precios aumentaron respectivamente un 3,1 % y un 8,4 %. Asimismo, se ofrece información del peso medio que representan esos grupos de bienes en el Gasto Ajustado del Hogar en la EPF de 2021. En cuanto a la cesta media de consumo, la información recogida en el cuadro 1 muestra que los alimentos y bebidas no alcohólicas son el gasto más importante de los hogares españoles con un peso del 24,8 %. Le sigue en importancia, aunque muy de lejos, el gasto en hostelería y restauración con un 8,2 % y el gasto en energía —electricidad, gas natural y gases

licuados— que en conjunto representan el 7,0 %. Por detrás de estos bienes, los gastos están muy atomizados con un elevado número de grupos cuyos pesos oscilan entre el 4 % y el 6 % cubriendo necesidades tan diferentes como vestido, alquiler, mantenimiento de vivienda, comunicaciones, ocio y cultura o carburantes. Por último, los bienes con menor peso en la cesta de consumo media corresponden a cuidados personales (3,8 %), bebidas y tabaco (2,2 %), enseñanza (1,3 %), transporte público (0,7 %) y cuidado de mayores y dependientes (0,2 %).

Gráfico 1

Distribución por centilas de gasto equivalente de los grupos de gasto más afectados por la inflación

(En porcentaje)



Fuente: elaboración propia a partir de INE (2022).

Detrás del 3,1 % de inflación media en 2021 se encuentran incrementos mucho mayores en algunos bienes. Concretamente, los bienes y servicios más afectados por la inflación fueron los gastos en energía, donde destaca un aumento del 35,6 % de la electricidad y del 26,5 % en los combustibles líquidos —el aumento de los alimentos fue solamente del 1,8 %—. La inflación se agudizó en 2022 escalando al 8,4 %, manteniendo la energía como el bien más afectado por este intenso fenómeno inflacionista. La electricidad moderó su crecimiento al 26,8 %, el gas natural aumentó del 4,9 % al 19,2 % y los combustibles líquidos crecieron un 72,5 %.

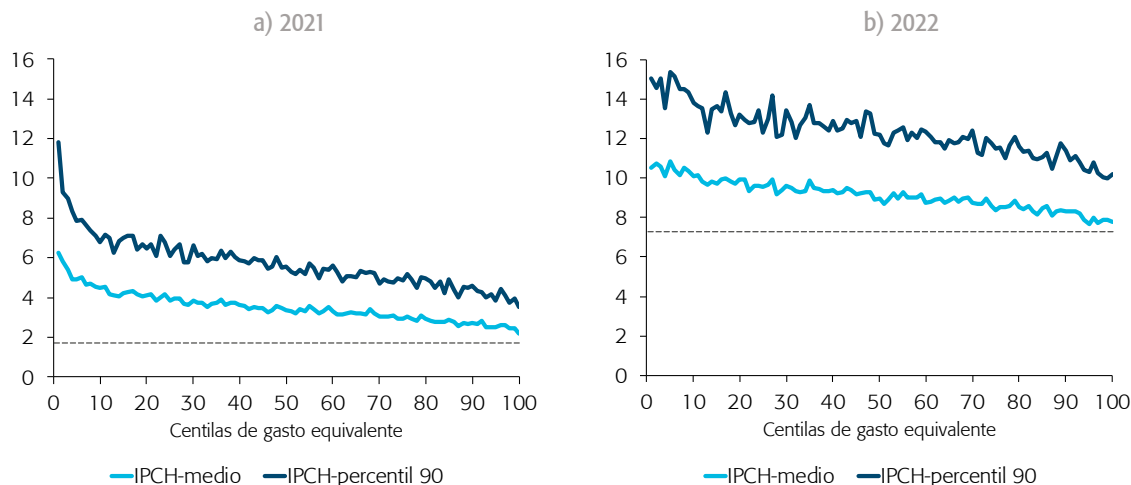
Asimismo, el precio de los carburantes creció un 22,4 % seguido del 11,6 % de los alimentos, del 7,2 % de la compra y mantenimiento de motos y turismos y del 6,4 % en hostelería y restauración. Una mención especial merece el crecimiento de los precios de los alimentos a lo largo de 2022. De las 55 rúbricas de precios de alimentos calculados por el INE, un 17 % creció entre el 20 % y el 30 % —por ejemplo, leche, huevos, o aceite de oliva—, un 41 % lo hizo entre el 10 % y el 20 % —por ejemplo, carnes, pan, legumbres, patatas y frutas frescas—, en tanto que el 42 % restante creció por debajo del 10 %.

En definitiva, el cuadro 1 muestra que las fuertes tensiones inflacionistas vividas en 2021 y 2022 afectaron a los bienes con mayor peso en la cesta de consumo de los hogares españoles: alimentos, energía, carburantes y hostelería y restauración. En este sentido, el gráfico 1 muestra el peso relativo de esos cuatro grupos de gasto en la cesta de consumo de los hogares. Dichos pesos han sido graficados por centilas de Gasto Equivalente donde el Gasto Ajustado ha sido reponderado para tener en cuenta el tamaño y composición de los hogares. Para este propósito se emplea la escala de equivalencia de la OCDE que asigna un valor de 1 al sustentador principal, 0,7 al resto de miembros del hogar mayores de 13 años y 0,5 a los de 13 años y menos. Los resultados muestran que el peso de los alimentos es una función decreciente del gasto, situándose alrededor del 30 % en las tres primeras decilas, siendo inferior al 16 % en la última. El perfil decreciente también se observa en la energía con pesos superiores al 10 % en la primera decila e inferiores al 5 % en la última. En conjunto, el gráfico 1 muestra que el peso agregado de esos cuatro grupos de bienes tiene un perfil claramente decreciente con el nivel de gasto equivalente. En consecuencia, como veremos seguidamente, el intenso proceso inflacionista de 2021 y 2022 ha golpeado con mayor fuerza a los hogares de menor capacidad de gasto.

Gráfico 2

IPCH por centilas de gasto equivalente

(Variación en porcentaje)



Nota: las líneas horizontales representan el IPC 2021 y 2022, respectivamente.

Fuente: elaboración propia a partir de INE (2022, 2023a).

Incidencia de la inflación según el nivel de gasto de los hogares

Los gráficos 2a y 2b muestran el IPCH medio por centilas de gasto equivalente en 2021 y 2022. A efectos ilustrativos, los gráficos incluyen también el percentil 90 de la distribución. Como anticipamos en la sección anterior, se confirma que el IPCH es una función decreciente del gasto equivalente en ambos años. En 2021, las siete primeras decilas de la distribución soportan un IPCH superior al 3,1 % de inflación. Si bien, estas diferencias son especialmente intensas en las tres primeras decilas, con un 5,1 % la primera, 4,2 % la segunda y 3,9 % la tercera. Contrariamente, el IPCH medio es inferior al IPC en el 30 % restante de hogares. Podría hablarse por tanto de una relación 70/30 para sintetizar la proporción de los hogares con un IPCH medio superior/inferior al IPC. En ese 70 % se incluyen hogares con un gasto ajustado inferior a 26.900 euros anuales. La comparación de los valores que toma la media en los extremos de su distribución resulta útil para ver las diferencias en impacto de la inflación en hogares con la máxima diferencia en capacidad de gasto. Así, el IPCH medio de la primera decila —que incluye al 10 % de los hogares con menor

capacidad de gasto— es del 5,1 %. Este valor es 1,6 veces superior al 3,1 % de IPC. Por el contrario, el IPCH medio los hogares de la última decila —que concentra al 10 % de mayor capacidad de gasto— es el 2,5 %, equivalente al 80 % del IPC. En otras palabras, el IPCH medio de la primera decila duplica al de la última.

En 2021 el crecimiento del IPCH medio de la primera decila duplicó al de la última: 5,1% frente al 2,5%, para una media general del 3,1%.

En cuanto a la incidencia en 2022, la relación 70/30 observada en 2021 pasó a ser 80/20. Es decir, se produjo un aumento de 10 puntos en el porcentaje de hogares que en media se enfrentaron a un IPCH superior a la inflación —el umbral de gasto de hogares en esa situación se elevó desde 26.900 euros de gasto ajustado anual a 32.500 euros—. Adicionalmente, las diferencias en la intensidad del impacto entre las primeras decilas observado en 2021 se redujo ligeramente en 2022. Concretamente, la distancia entre la primera

y tercera decilas se redujo de 1,3 puntos en 2021 a 0,9 en 2022. Con estas particularidades, la información recogida en los gráficos 2a y 2b permite afirmar que el fuerte crecimiento en los precios de 2021 y 2022 incidió con mayor intensidad en los hogares con menor capacidad de gasto. A efectos ilustrativos, la distribución del percentil 90 muestra, además, que en algunos hogares la incidencia fue incluso mucho mayor a la que refleja la media. Para esos hogares, el IPCH de la primera decila alcanzó el 8,48 % en 2021 y el 10,41 % en 2022. Es decir, 5,3 puntos y 2,0 puntos por encima de los valores del IPC de 2021 y 2022.

Incidencia de la inflación por comunidades autónomas y categorías socioeconómicas

El cuadro 2 muestra el IPCH de 2021 y 2022 por comunidades autónomas. Ambos resultados han sido ordenados en orden descendente según el IPCH de 2022. A efectos comparativos, el cuadro incluye el *ranking* de los hogares según el nivel de renta recogido en la *Encuesta de Condiciones de Vida (ECV)* (INE, 2023b) donde el primer puesto lo ocupa el País Vasco. Asimismo se incluye el tamaño equivalente del hogar (UC1) correspondiendo a Ceuta el más grande (2,43 miembros) y a Asturias el más pequeño (1,8). Por último, se incluye el peso en la cesta de consumo de alimentos, energía y carburantes, así como el agregado de esos tres ítems. El ranking de incidencia de la inflación sigue patrones similares en 2021 y 2022 por lo que en los siguientes comentarios concentraremos nuestra atención en este último año.

Por este orden, Castilla-La Mancha, Castilla y León, Extremadura, Galicia, La Rioja y Aragón fueron las seis comunidades con un IPCH superior al 8,4 % de IPC de 2022. La mayoría de las provincias españolas que conforman la denominada España despoblada pertenecen precisamente a esas seis comunidades autónomas (Bandrés y Azón, 2021). En estas regiones, el peso medio en la cesta de consumo de alimentos, energía y carburantes se encuentra por encima de la media nacional. Castilla-La Mancha, la región con el IPCH más alto

en 2022, presenta precisamente el mayor peso en alimentos (26,4 %) y energía (10,4 %). En términos poblacionales, esas seis regiones presentan dos rasgos en común que merecen ser destacados. Primero, la densidad de población es en todas ellas inferior a la media nacional (94,1 habitantes/km²) —en el caso de las dos Castillas, Aragón y Extremadura está por debajo de 30 habitantes/km²—. Segundo, con la excepción de Castilla-La Mancha, el grado de envejecimiento de sus poblaciones está por encima de la media nacional (INE, 2023c). Así, dentro de cada comunidad, la proporción de mayores de 65 años sobre menores de 15 es alrededor de 1,5 en Aragón, La Rioja y Extremadura, alcanzando 2,1 en Castilla y León —la media nacional es 1,3—.

Castilla-La Mancha, Castilla y León, Extremadura, Galicia, La Rioja y Aragón fueron las comunidades con un IPCH superior al 8,4 % de IPC de 2022. La mayoría de las provincias que conforman la denominada España despoblada pertenecen precisamente a esas seis comunidades.

La elevada dispersión unida a la existencia de un reducido número de pueblos de tamaño grande —donde habitualmente se focaliza la mayor parte de la oferta de bienes y servicios públicos y privados— explicaría el elevado peso en carburantes existente en las dos Castillas o Extremadura. Por otra parte, las diferentes variantes del (más extremo) clima continental que afecta a Castilla La Mancha, Castilla y León, Extremadura y La Rioja explican un elevado peso del gasto en energía. En el extremo opuesto, las seis regiones con un IPCH más reducido fueron por este orden Madrid, Ceuta, Melilla, Canarias, País Vasco y Cataluña. Todas ellas tienen como rasgo en común un peso total en alimentos, energía y carburantes inferior a la media nacional. En el caso de Madrid, País Vasco y Cataluña debido al bajo componente del gasto en alimentos —Madrid ostenta el mínimo con un 20,8 %—. Y en cuanto a Ceuta, Melilla y Canarias, por los bajos pesos relativos de los gastos en energía y carburantes que compensan su elevado gasto en alimentos.

Cuadro 2

Incidencia de la inflación por comunidades autónomas ordenadas por IPCH de 2022

Comunidad autónoma	Variación del IPCH		Ranking* Renta	UC1**	Peso alimentos (A)	Peso energía (E)	Peso carburantes (C)	Total A+E+C
	2021	2022						
Castilla-La Mancha	3,15	9,89	15	2,10	26,9	10,4	5,4	42,8
Castilla y León	4,63	9,2	10	1,89	25,4	8,7	5,9	40,0
Extremadura	3,84	8,96	19	2,03	26,3	7,9	6,1	40,3
Galicia	2,99	8,91	13	1,98	26,8	7,3	5,4	39,5
Rioja	3,2	8,64	7	1,95	24,4	8,8	3,3	36,6
Aragón	3,36	8,62	5	2,00	25,6	7,8	4,1	37,5
Navarra	2,85	8,33	2	1,95	24,6	7,9	4,6	37,1
Asturias	3,66	8,26	8	1,86	26,3	7,1	3,6	37,0
Cantabria	4,02	8,22	6	1,96	25,4	7,3	4,6	37,3
Murcia	3,36	8,15	16	2,20	25,1	6,5	5,3	36,9
Andalucía	3,5	8,12	17	2,10	25,4	6,2	5,7	37,3
C. Valenciana	4,14	7,74	14	2,01	24,5	6,3	4,4	35,3
Baleares	3,3	7,57	12	1,96	23,4	6,6	5,2	35,3
Cataluña	3,49	7,49	4	2,01	24,4	7,0	3,2	34,6
País Vasco	3,4	7,39	1	1,98	23,8	5,9	3,6	33,3
Canarias	3,41	7,38	18	2,07	25,0	4,7	6,3	36,0
Ceuta	3,11	7,29	11	2,43	23,9	4,9	3,3	32,0
Melilla	3,19	7,17	9	2,36	26,1	5,3	3,0	34,5
Madrid	3,77	7,14	3	2,05	20,8	6,8	3,9	31,6

(*) Renta por persona y unidad de consumo (INE,2023b). (**) Tamaño equivalente del hogar según escala de la OCDE (1991).

Fuente: elaboración propia a partir de INE (2022, 2023a).

La situación geográfica y el clima, en interacción con el nivel de gasto de los hogares, aportan información a las diferencias de incidencia de la inflación observada entre regiones. Concretamente, la localización geográfica determina la cantidad de energía empleada por los hogares a través de dos factores: el número anual de horas de sol recibido –que condiciona la iluminación de los hogares– y

las condiciones climatológicas, afectando al uso de dispositivos de calefacción/aire acondicionado (INE, 2020)³. En este sentido existen grandes diferencias en cuanto a estos dos factores a lo largo de todo el territorio nacional. Por ejemplo, el número anual de horas de sol en las comunidades próximas al Mar Cantábrico es aproximadamente de 1.800 mientras que en el Levante o el sur de España es alrededor

³ Según IDAE (2011), la calefacción supone en media el 47 % del gasto en energía, la iluminación un 4 % y el aire acondicionado un 1 %.

Cuadro 3

IPCH según localización y rasgos socioeconómicos

	Variación 2021 % (a)	Variación 2022 % (b)	Diferencia (b)-(a)
Tamaño del municipio de residencia del hogar			
Más de 100.000 habitantes	3,37	7,37	4,00
De 50.000 a 100.000 habitantes	3,82	7,77	3,95
De 20.000 a 50.000 habitantes	4,14	8,44	4,30
De 10.000 a 20.000 habitantes	4,41	8,77	4,36
Menos de 10.000 habitantes	5,31	10,80	5,49
Estructura del hogar			
Persona sola de > 65 años	4,09	8,50	4,41
Zonas urbanas	3,47	7,44	3,97
Zonas intermedias	3,93	8,17	4,24
Zonas rurales	5,35	10,72	5,37
Pareja sin hijos <65 años	3,38	8,11	4,73
Zonas urbanas	2,99	7,41	4,42
Zonas intermedias	3,33	7,97	4,64
Zonas rurales	4,12	9,49	5,37
Pareja con 2 hijos de <16 años	3,18	7,90	4,72
Zonas urbanas	2,83	7,27	4,44
Zonas intermedias	3,23	7,82	4,59
Zonas rurales	3,70	9,02	5,32
Familia monoparental con un niño <16 años	3,13	7,29	4,16
Zonas urbanas	2,84	6,77	3,93
Zonas intermedias	3,22	7,23	4,01
Zonas rurales	3,70	8,58	4,88
Situación económica del hogar			
Todos los miembros ocupados	3,16	7,64	4,48
Todos los miembros parados	3,65	8,62	4,97
Nivel de estudios del sustentador principal			
No sabe leer	4,31	9,06	4,75
Educación primaria	3,78	8,47	4,69
Bachillerato	3,36	7,84	4,48
Grado de 240 créditos	3,15	7,72	4,57
Doctorado	2,90	7,32	4,42

Fuente: elaboración propia a partir de INE (2022, 2023a).

de 3.000 horas. Asimismo, las temperaturas invernales de las comunidades del centro de la península se encuentran entre las más frías de España, afectando al gasto en calefacción.

Los hogares formados por una sola persona mayor de 65 años se enfrentan a valores medios de IPCH superiores a los de parejas más jóvenes con o sin hijos, así como a los hogares monoparentales. Un patrón relevante en todas estas estructuras familiares es que el IPCH es claramente superior en los hogares residentes en zonas rurales.

El cuadro 3 presenta los niveles de IPCH según la localización geográfica de los hogares, así como por una selección de variables socioeconómicas. Los resultados muestran que la inflación resulta más intensa en los municipios pequeños de menos de 10.000 habitantes. Debe hacerse notar que estos municipios suponen el 73,7 % de los 8.131 existentes en España. La diferencia media de IPCH entre los municipios más grandes, con población superior a 100.000 habitantes, y los más pequeños, con menos de 10.000, era de 1,9 puntos en 2021 y se elevó a 3,4 en 2022. Asimismo, entre 2021 y 2022, el IPCH creció más en los pequeños municipios que en las ciudades grandes: en los primeros aumentó 5,4 puntos mientras que en los segundos el incremento fue de 4,0 puntos. A efectos ilustrativos, el Apéndice muestra que las diferencias de medias según el tamaño de los municipios donde residen los hogares son estadísticamente significativas.

Asimismo, la incidencia de la inflación presenta algunas diferencias relevantes según la estructura de los hogares. Aquellos formados por una sola persona mayor de 65 años se enfrentan a valores medios de IPCH superiores a los de parejas más jóvenes con o sin hijos, así como a los hogares monoparentales. Un patrón relevante en todas estas estructuras

familiares es que el IPCH es claramente superior en los hogares residentes en zonas rurales. Merece especial atención el caso de las personas mayores de 65 años, donde el IPCH oscila entre el 7,44 de los residentes en zonas urbanas y el 10,72 que lo hacen en zonas rurales. Es decir, una diferencia de 3,28 puntos. Como vimos en la sección anterior, los hogares con menor capacidad económica se enfrentan a mayores valores de IPCH. Este resultado se confirma en los hogares donde todos los miembros están desempleados, así como en aquellos con menor nivel de estudios, esta última es una proxy de la renta.

Referencias

- BANDRÉS, E. y Azón, V. (2021). *La despoblación de la España interior*. Funcas. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/la-despoblacion-de-la-espana-interior/
- IDAE. (2011). *Análisis del consumo energético del sector residencial en España*. https://www.idae.es/uploads/documentos/documentos_Informe_SPAHOUSESEC_ACC_f68291a3.pdf
- INE. (2020). *Anuario Estadístico de España 2020. Entorno físico y medio ambiente*. https://www.ine.es/prodyser/pubweb/anuarios_mnu.htm
- INE. (2022). *Encuesta de Presupuestos Familiares. Año 2021. Microdatos*. https://ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176806&menu=resultados&idp=1254735976608
- INE. (2023). Índices de precios de consumo. Base 2021. Medias Anuales. <https://ine.es/dynt3/inebase/es/index.htm?padre=8435&capsel=8436>
- INE. (2023). Indicadores de estructura de la población. <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=1452>
- INE. (2023c). *Encuesta de Condiciones de Vida 2022*. <https://www.ine.es/jaxiT3/Datos.htm?t=9947>

Apéndice

Cuadro A1

Contraste de medias del IPCH 2021 por tamaño del municipio de residencia del hogar

	1	2	3	4	5
1					
2	41,9***				
3	33,4***	-7,5***			
4	43,2***	1,7*	9,1***		
5	6,5***	-30,5***	-23,3***	-31,5***	

Valores de la t de Student.

Nota: * Significativo al 90 %, ** Significativo al 95 %, *** Significativo al 99 %.

(1) Más de 100.000 habitantes, (2) de 50.000 a 100.000 habitantes, (3) de 20.000 a 50.000 habitantes, (4) de 10.000 a 20.000 habitantes y (5) menos de 10.000 habitantes.

Fuente: elaboración propia a partir de INE (2022, 2023a)

Cuadro A2

Contraste de medias el IPCH 2022 por tamaño del municipio de residencia del hogar

	1	2	3	4	5
1					
2	48,2***				
3	38,8***	-8,3***			
4	49,6***	1,9**	10,1***		
5	10,6***	-31,9***	24,2***	33,2***	

Valores de la t de Student.

Nota: * Significativo al 90 %, ** Significativo al 95 %, *** Significativo al 99 %.

(1) Más de 100.000 habitantes, (2) de 50.000 a 100.000 habitantes, (3) de 20.000 a 50.000 habitantes, (4) de 10.000 a 20.000 habitantes y (5) menos de 10.000 habitantes.

Fuente: elaboración propia a partir de INE (2022, 2023a)

Las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2022

María Jesús Fernández*

El impacto de la pandemia sobre la renta de los hogares fue relativamente moderado, gracias al efecto compensador de las prestaciones sociales públicas; fueron las rentas empresariales las que soportaron el grueso del impacto, en términos del excedente bruto de explotación y del aumento de su nivel de endeudamiento. En 2022, en cambio, las cuentas empresariales se recuperaron ya completamente del golpe sufrido en 2020, tras un fuerte crecimiento de todos sus indicadores de resultados, y también de los impuestos pagados. Una parte del excedente financiero generado por las empresas se destinó a reducir deuda, de modo que al final de 2022 la ratio de esta con respecto al PIB ya era ligeramente inferior a la de 2019 y la más baja desde 2003. También la deuda de los hogares se redujo hasta situarse en la cifra más baja desde 2002, y por debajo de la media de la eurozona.

El año 2022 fue el primero completo sin restricciones derivadas de la pandemia, en el que se registró un avance importante en la normalización de la actividad turística, pero al mismo tiempo estuvo marcado por la crisis energética derivada de la guerra de Ucrania, la consiguiente intensificación de las tensiones inflacionistas iniciadas el año anterior y el cambio de signo de la política monetaria. En este contexto, el PIB español creció un 5,5 %, continuando así su recuperación tras la fuerte caída sufrida en 2020, aunque sin alcanzar todavía el nivel de 2019 en términos reales. En cuanto al mercado de trabajo, destaca la evolución contrapuesta entre número de personas ocupadas (y de afiliados a la Seguridad Social), que siguió creciendo de forma muy dinámica por encima

del nivel prepandemia, y el número de horas trabajadas, que aún se mantuvo por debajo del mismo.

El crecimiento del empleo fue el principal impulsor de las rentas de los hogares

Antes de estudiar las cuentas de los hogares de 2022, es importante señalar que las cifras correspondientes a 2020 y 2021, que fueron analizadas en Fernández (2022), han sufrido importantes revisiones con respecto a las inicialmente publicadas por el INE, de modo que algunas de las conclusiones

* Funcas.

establecidas en aquel momento también cambian sustancialmente. En concreto, la renta disponible bruta (RDB) de los hogares se recuperó más intensamente de lo inicialmente estimado —en 2021 ya superaba, en términos nominales, la previa a la pandemia—, y el ahorro generado fue mayor, de modo que también lo fue el sobre ahorro o ahorro forzoso acumulado durante los dos ejercicios: si este último se estimó entonces en unos 94.000 millones, ahora la cifra sería de 137.000 millones. No hay que olvidar, en todo caso, que la elevada inflación de los dos últimos años ha reducido el valor en términos reales de esta bolsa en aproximadamente un 10 %. Al mismo tiempo, la cifra de formación bruta de capital fijo (FBCF) de 2021 se ha revisado notablemente a la baja. En consecuencia, la conclusión a la que se llegó con aquellas cifras, en cuanto a que el sobre ahorro acumulado en 2021 se destinó en su totalidad a inversión, ya no se sostiene. Solo una pequeña parte de dicho excedente habría sido destinado a incrementar la inversión. De este modo, la capacidad de financiación de los hogares también fue sustancialmente mayor de lo inicialmente apuntado (64.000 millones más en el conjunto de los dos años). Este excedente se destinó a acumular activos financieros, pero no a reducir deuda, la cual se incrementó por primera vez en doce años.

En cuanto a 2022 (cuadro 1), las remuneraciones salariales recibidas por los hogares se incrementaron un 6,5 %, como resultado del crecimiento del empleo, en mayor medida que del aumento de la remuneración media por asalariado. Otro componente de la renta de los hogares, las rentas de la propiedad recibidas, aumentaron un 27,2 %, destacando la recuperación de los ingresos procedentes de dividendos, que, aunque se quedaron por debajo del máximo histórico alcanzado en 2019, superaron los niveles registrados los años previos. Los intereses recibidos por los hogares (antes de la asignación de los SIFMI), sufrieron una reducción del 14 %. Finalmente, las prestaciones sociales recibidas disminuyeron un 0,8 %, por la finalización de la mayoría de las derivadas del COVID-19.

Por otra parte, el ascenso de los tipos de interés se reflejó en un incremento del 5,6 % de los intereses (antes de la asignación de los SIFMI, servicios de

intermediación financiera medidos indirectamente) pagados por los hogares, hasta los 15.000 millones de euros. Para poner esta cifra en perspectiva, hay que recordar que en 2008, cuando estalló la Gran Recesión, los hogares pagaban 52.000 millones en intereses, con una RDB un 15 % inferior a la de 2022.

La RDB de los hogares creció un 3,6 % en 2022, situándose un 4,7 % por encima del nivel de 2019 en términos nominales. Por su parte, el consumo aumentó un 11,5 % nominal, lo que supuso una caída del ahorro bruto, descenso que era previsible por el resultado anormalmente elevado del año anterior. En todo caso, el ahorro generado representó un 7,2 % de la RDB, una tasa algo más elevada que la media del 6,8 % del periodo 2014-2019.

Los impuestos sobre la renta y el patrimonio pagados por los hogares registraron un incremento del 16,4 %, muy por encima del crecimiento de las rentas antes de impuestos (medidas estas en términos de la contabilidad nacional), lo que supone un repunte significativo en el tipo efectivo. Las cotizaciones sociales crecieron más en línea con su base imponible. En este caso fue en 2020 cuando su evolución se desligó del crecimiento de las rentas salariales —estas últimas cayeron como consecuencia de la pandemia mientras que las cotizaciones sociales pagadas por los hogares registraron un ligero incremento—, lo que obedeció a las medidas adoptadas entonces, en concreto la bonificación de las cuotas para los trabajadores afectados por los ERTE. No obstante, en 2022, tras la práctica desaparición de dichas medidas, el tipo efectivo que suponen las cotizaciones sociales con respecto a las remuneraciones salariales se mantiene en un nivel notablemente más elevado que en los años anteriores a la pandemia.

Como resultado de todo lo anterior, la renta disponible bruta de los hogares (RDB) creció un 3,6 %, situándose un 4,7 % por encima del nivel de 2019 —el menor crecimiento nominal de entre los países europeos para los que hay datos disponibles—.

Cuadro 1

Cuentas no financieras de los hogares e ISFLSH

(Millones de euros)

	2019	2020	2021	2022	Variación 2022 sobre 2021 en %	Variación 2022 sobre 2019 en %
Remuneraciones salariales recibidas	581.867	557.979	588.104	626.370	6,5	7,6
EBE de los hogares y rentas mixtas	212.694	193.422	206.039	217.857	5,7	2,4
Prestaciones sociales	215.561	248.569	248.732	246.823	-0,8	14,5
Rentas de la propiedad recibidas	51.909	43.308	43.370	55.170	27,2	6,3
Transferencias corrientes recibidas	81.891	82.643	96.470	99.779	3,4	21,8
Total rentas recibidas	1.143.922	1.125.921	1.182.715	1.245.999	5,4	8,9
Rentas de la propiedad pagadas	5.451	4.170	3.680	7.534	104,7	38,2
Cotizaciones sociales pagadas	173.380	174.358	184.192	193.496	5,1	11,6
Transferencias corrientes pagadas	78.030	76.472	91.696	94.937	3,5	21,7
Impuestos sobre la renta y patrimonio	106.149	105.250	113.829	132.496	16,4	24,8
Renta disponible bruta (RDB)	780.912	765.671	789.318	817.536	3,6	4,7
Consumo nominal	714.535	627.300	678.755	756.862	11,5	5,9
Ahorro bruto (más transferencias de capital netas)	62.718	134.734	109.792	57.538	-47,6	-8,3
Formación bruta de capital	43.423	40.761	52.156	59.291	13,7	36,5
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	19.295	93.973	57.636	-1.753	-	-
<i>Promemoria</i>						
Deuda de los hogares	707.545	700.386	704.211	702.788	-0,2	-0,7
En porcentaje de la RDB	90,6	91,5	89,2	86,0	-	-

Fuentes: INE y Banco de España.

Por su parte, el consumo de los hogares creció un 11,5 % nominal –superando también el nivel prepandemia, aunque en términos reales aún se encuentra por debajo–. El mayor crecimiento del consumo nominal que de la renta disponible supuso una caída del ahorro bruto hasta 58.457 millones de euros, algo más de la mitad de la cifra registrada el año anterior, descenso que era previsible, puesto que el resultado de 2021 fue anormalmente elevado debido a la persistencia de restricciones relacionadas con la crisis sanitaria durante buena parte del año. El ahorro generado en 2022 supuso un 7,2 % de la RDB, una tasa algo más elevada que la media

del 6,8 % del periodo 2014-2019. Se puede decir que los hogares –tomados en su conjunto– fueron capaces de sostener la tasa de ahorro en niveles incluso algo superiores a los anteriores a la pandemia, pese al fuerte encarecimiento de la cesta de la compra, gracias, en gran medida, al crecimiento del empleo –ya que es la variable principal que explica el crecimiento de la renta–, y a costa de una recuperación aún incompleta del consumo en términos reales. En cualquier caso, esa tasa, solo ligeramente superior al promedio prepandemia, ya no permite hablar de la generación de un sobre ahorro adicional al acumulado en los dos años anteriores.

Tras el repunte de la FBCF registrado en 2021, los hogares volvieron a incrementar ésta en 2022 hasta 59.291 millones de euros, cifra superior a la de ahorro, de modo que generaron una pequeña necesidad de financiación de 1.753 millones de euros. Lo deseable es que los hogares obtengan un excedente financiero, pero mientras el déficit sea puntual y de pequeña magnitud, no es preocupante en el sentido de que pueda suponer la generación de algún desequilibrio. Además, hay que tener en cuenta el sobre ahorro acumulado en los años anteriores. De hecho, pese a este déficit, los hogares fueron capaces de reducir su endeudamiento, después del incremento observado el año anterior. En porcentaje de la RDB, la ratio de endeudamiento de los hogares se situó en el 86 %, la cifra más baja desde 2002, y por debajo de la media de la eurozona.

El volumen de la inversión ejecutada por los hogares en 2021 y 2022 ha sido superior a las cifras registradas antes de la pandemia, pero ese exceso de inversión por encima de los niveles previos apenas supondría, en el conjunto de los dos años, un 23 % del excedente de ahorro acumulado en 2020 y 2021. El grueso de este se destinó, por tanto, a adquirir activos financieros.

Las rentas empresariales se recuperaron en 2022 de la caída de la pandemia

Las cuentas de las empresas no financieras de 2020 y 2021 también han sufrido importantes revisiones: la caída del excedente bruto de explotación (EBE) en 2020 fue mayor de lo inicialmente estimado, y su recuperación en 2021 fue inferior. Esto, unido a la diferente evolución de otros componentes de la renta disponible bruta de este sector, supone que esta variable fue, en el conjunto de los dos años, inferior en 61.500 millones a lo comentado en Fernández (2022). En el conjunto de los dos ejercicios, este sector generó una capacidad de financiación de 12.200 millones, en lugar de los casi 78.000 millones inicialmente contabilizados. Así, la conclusión que se extraía con aquellas cifras, en cuanto a que las cuentas de los hogares habían mantenido una gran solidez en el periodo

2020-21 frente al deterioro sufrido por las cuentas de las empresas, no solo se mantiene, sino que la divergencia en la evolución de ambos sectores fue mayor. Así, la RDB de los hogares en 2021 fue un 1,1 % superior a la de 2019, no un 2,8 % inferior, mientras que la renta empresarial, después del pago de impuestos –para hacer la cifra comparable con la de la RDB de los hogares, siempre a partir de las cifras de la contabilidad nacional– fue un 19,5 % inferior, en lugar de un 14,2 %.

El excedente bruto de explotación (EBE) de las sociedades no financieras experimentó en 2022 un fuerte impulso del 24,3 %, superando así el nivel previo a la pandemia en un 6,7 %, pero sigue siendo uno de los avances con respecto a 2019 más bajos de Europa. El EBE representó el 42,2 % de su VAB, ratio ligeramente superior a la de 2019, pero inferior a las registradas todos los años desde 2012 hasta 2018.

En cuanto a la evolución en 2022 (cuadro 2), el excedente bruto de explotación (EBE) experimentó un fuerte impulso del 24,3 %, superando así el nivel previo a la pandemia en un 6,7 %, uno de los avances con respecto a 2019 más bajos de Europa, solo por delante de Francia. El EBE de las sociedades no financieras representó el 42,2 % de su VAB, ratio ligeramente superior a la de 2019, pero inferior a las registradas todos los años desde 2012 hasta 2018. Destaca el fuerte repunte registrado concretamente en el cuarto trimestre del año, que fue el trimestre en el cual se concentró el grueso del crecimiento. En cuanto a las rentas de la propiedad, los intereses pagados crecieron significativamente, mientras que los intereses recibidos sufrieron un descenso, aunque este fue compensado por el crecimiento de otras rentas recibidas, como los dividendos. La renta empresarial, es decir, la renta antes del pago de dividendos e impuestos, creció un 24,4 %, recuperándose así en 2022 de la caída sufrida al inicio de la crisis sanitaria.

Los impuestos sobre la renta pagados por las empresas crecieron a una tasa muy similar a la de

Cuadro 2

Cuentas no financieras de las sociedades no financieras

(Millones de euros)

	2019	2020	2021	2022	Variación 2022 sobre 2021 en %	Variación 2022 sobre 2019 en %
Valor añadido bruto	655.976	564.380	610.687	696.672	14,1	6,2
Remuneración de los asalariados	378.512	354.325	374.389	402.228	7,4	6,3
Excedente bruto de explotación	275.683	214.168	236.638	294.087	24,3	6,7
Intereses, dividendos y otras rentas recibidas	51.896	43.550	38.818	52.230	34,6	0,6
Intereses pagados	11.408	9.590	8.662	14.356	65,7	25,8
Renta empresarial	316.171	248.128	266.794	331.961	24,4	5,0
Impuestos sobre la renta pagados	18.508	16.974	22.861	28.467	24,5	53,8
Otras rentas netas	-10.103	-10.065	-12.325	-12.003	–	–
Renta empresarial después del pago de impuestos	287.560	221.089	231.608	291.491	25,9	1,4
Dividendos pagados	84.754	72.453	68.475	82.381	20,3	-2,8
Renta disponible bruta	202.806	148.636	163.133	209.110	28,2	3,1
Formación bruta de capital	186.211	150.123	161.245	171.396	6,3	-8,0
Transferencias de capital netas	2.764	4.101	7.698	7.629	-0,9	176,0
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	19.359	2.614	9.586	45.343	373,0	134,2
<i>Promemoria</i>						
Deuda consolidada de las sociedades no financieras	903.111	955.130	978.136	957.626	-2,1	6,0
En porcentaje del PIB	72,5	85,4	81,0	72,2	–	–

Fuentes: INE y Banco de España.

la renta empresarial. A diferencia de lo ocurrido con las familias, cuyo tipo impositivo efectivo repuntó en 2022, en el caso de las empresas fue en 2021 cuando los impuestos pagados crecieron a un ritmo singularmente más elevado que las rentas, elevando el tipo efectivo de forma sustancial con respecto a los niveles previos a la pandemia, pero manteniéndose en el mismo nivel en 2022. Cabe señalar que el notable incremento de la recaudación de las diferentes figuras tributarias en los dos últimos años, pasando de representar el 35,2 % del PIB en 2019 al 38,4 % en 2022, y los posibles motivos que explican dicha evolución, constituye uno de los grandes temas de debate en la actualidad (García-Miralles y

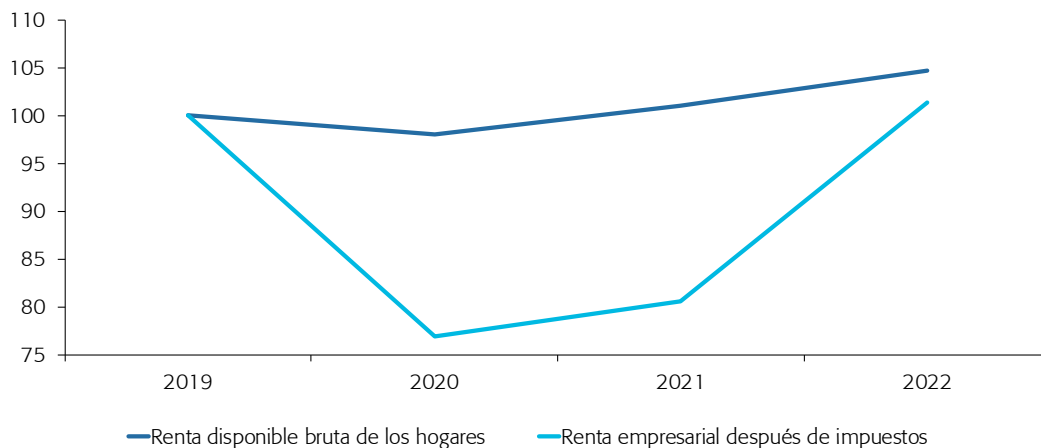
Martínez Pagés, 2023; Gobierno de España, 2023). El notable incremento del tipo impositivo efectivo pagado por las empresas ha supuesto que, mientras el EBE de 2022 supera al de 2019 en un 6,7 %, las rentas empresariales después de impuestos (antes del reparto de dividendos) lo hayan hecho tan solo en un 1,4 %.

La renta disponible bruta de las sociedades no financieras –es decir, la renta empresarial después del pago de impuestos y del reparto de dividendos, cifra equivalente al ahorro empresarial– creció más que la FBCF, dando lugar a una capacidad de financiación de 45.343 millones de euros, muy

Gráfico 1

Renta disponible bruta de los hogares y renta de las sociedades no financieras después de impuestos

(Volumen nominal, base 100 en 2019)



Fuente: Elaborado a partir del INE.

por encima de los 9.586 generados el año anterior. Cabe destacar el llamativo crecimiento de las transferencias de capital recibidas, con respecto a las cifras habituales de años anteriores, lo que puede estar relacionado con la recepción de los fondos de recuperación europeos.

Una parte del excedente financiero generado por las empresas se destinó a reducir deuda, tras el crecimiento nominal registrado por esta en los tres años anteriores, especialmente en 2020, aunque su volumen nominal al final de 2022 seguía siendo superior al de 2019. No obstante, con relación al PIB, la deuda consolidada de las empresas no financieras descendió hasta el 72,2 %, la ratio más baja desde 2003.

Conclusiones

Como ya se señaló en su día, el impacto de la pandemia sobre las finanzas de los hogares –tomados todos ellos en su conjunto– fue relativamente moderado, de tal modo que en 2021 su RDB ya superaba el nivel de 2019. Las familias, además, acumularon una importante bolsa

de ahorro, que tras la revisión de las cifras de la contabilidad nacional resultó ser superior incluso a lo inicialmente estimado. Fueron las rentas empresariales las que soportaron el grueso del impacto económico de la pandemia, y, además, tras la revisión de las cifras, el impacto fue mayor de lo calculado inicialmente.

En 2022, sin embargo, la evolución de las cuentas empresariales fue más favorable que las de los hogares, recuperándose ya completamente del golpe sufrido en 2020 (gráfico 1). No obstante, el nivel de las rentas empresariales (después del pago de impuestos) en comparación con el previo a la crisis sanitaria ha crecido menos que las rentas de los hogares (un 1,4 % frente a un 4,7 %), lo que se explica, en parte, por el menor crecimiento de los resultados empresariales que de las rentas de los hogares antes de impuestos, y en parte, por el mayor incremento que han sufrido los tipos impositivos efectivos soportados por las empresas. Cabe finalmente recordar que los crecimientos mencionados son siempre en términos nominales. En términos de capacidad adquisitiva, tanto las rentas de los hogares como de las empresas se encuentran por debajo de los niveles previos a la crisis sanitaria.

Referencias

- FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, M. J. (2022). Las cuentas de los hogares y las empresas tras dos años de pandemia. *Cuadernos de Información Económica*, 288 (mayo-junio). https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2022/05/CIE-288_-Fernandez.pdf
- GARCÍA-MIRALLES, E. y MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2023). Los ingresos públicos tras la pandemia. Residuos fiscales e inflación. *Boletín Económico*—Banco de España, 2023/T1, 16. <https://doi.org/10.53479/29732>
- GOBIERNO DE ESPAÑA (2023). *Actualización del Programa de Estabilidad 2023-2026*, abril 2023, capítulo 3.3.2. https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/macro/Programa_Estabilidad/Programa_Estabilidad_2023-2026.pdf

Episodios de inestabilidad financiera: separar el grano de la paja

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

Los episodios de inestabilidad financiera del mes de marzo en Estados Unidos y de Credit Suisse, así como la manifestación del contagio internacional que suponen este tipo de acontecimientos obligan a reflexionar sobre las implicaciones del proceso de normalización financiera derivado de una política monetaria más estricta. En general, el sector bancario europeo, incluido el español, está mostrando una mayor resiliencia, si bien los picos de inestabilidad tuvieron un marcado impacto negativo en la mayoría de los intermediarios financieros. El mayor desafío, en todo caso, es que el supervisor estadounidense convenza de que su supervisión se puede reformar en un plazo corto para prevenir situaciones similares en la banca mediana de ese país. Las entidades financieras españolas siguen mejorando sus niveles de solvencia y manteniendo una morosidad reducida. Aunque es difícil establecer comparaciones y el entorno de mercado es sustancialmente volátil, el sector bancario español muestra un comportamiento relativo más positivo que el promedio europeo y estadounidense. Por encima de estos problemas, la mayor parte de analistas e instituciones internacionales apuntan a los intermediarios financieros no bancarios y, en general, a la banca en la sombra, como potenciales focos de inestabilidad que conviene vigilar.

Los episodios de inestabilidad financiera y los rescates

La primavera ha traído inesperados episodios de inestabilidad financiera en Estados Unidos y Europa que han suscitado dudas que no va a ser fácil des- terrar. Cuando ocurren procesos de inestabilidad

económica o financiera, la “culpa” se reparte entre todos los involucrados. Los dos casos más prominentes y que más problemas han generado han sido los de Silicon Valley Bank (SVB) en Estados Unidos y de Credit Suisse en Suiza. Aunque este último caso ha sido, de algún modo, más predecible, la caída en Estados Unidos de SVB ha puesto bajo cuestión

* Universidad de Valencia y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

la supervisión bancaria de los bancos de tamaño mediano y reducido en ese país. Algunos culpan a la falta de detección temprana por parte del supervisor, pero también añaden la reducción de la presión regulatoria sobre estos bancos por las medidas que tomó la administración Trump en 2018. Europa ha afrontado las últimas turbulencias financieras con mayores fortalezas relativas aunque, lógicamente, no es inmune a estos episodios de contagio.

Otras causas identificadas incluyen la acumulación de deuda y su renegociación en épocas de tipos de interés nulos o negativos, lo que ha llevado a que empresas poco solventes luchen por sobrevivir ahora que los tipos han subido. Además, la economía mundial está en transición hacia un modelo más verde, digital y automatizado, y el debate sobre el papel de la inteligencia artificial es tan apasionante como inquietante. El terreno para la intermediación financiera cuenta con elementos a favor (“normalización financiera”) y en contra (posibilidades de contagio, desaceleración económica).

El sistema de negocio de SVB y su reporting fueron deficientes, sin una adecuada cobertura del riesgo de mercado. La Fed tomó la determinación de cubrir todas las cuentas, incluso aquellas con saldos por encima de los importes asegurados. Se protege la liquidez y se frena el contagio, pero permanecen las dudas sobre la solvencia de la banca de tamaño mediano y pequeño en EE.UU.

El cambio de estación también se refleja en el *Informe de Estabilidad Financiera Mundial* del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2023), que no ha podido sustraerse a estos fenómenos. El documento, publicado el 12 de abril, señalaba que “las quiebras repentinas de Silicon Valley Bank y Signature Bank en Estados Unidos y la pérdida de confianza del mercado en Credit Suisse —un banco europeo de importancia sistémica mundial— han sido un claro recordatorio de las dificultades que plantea la interacción entre el endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones financieras, por un lado, y el aumento de las vulnerabilidades,

por el otro.” A juicio del FMI, la respuesta de las autoridades para atajar los riesgos sistémicos fue contundente y “aplacó el nerviosismo del mercado.”

El cuadro 1 muestra la secuencia de eventos del Silicon Valley Bank. En él se destaca cómo el sistema de negocio del banco y su *reporting* fueron deficientes, sin adecuada cobertura del riesgo de mercado, lo que provocó una salida acelerada de depósitos. En sentido último, la Reserva Federal (Fed) tomó la determinación de cubrir todas las cuentas, incluso aquellas con saldos por encima de los importes asegurados. Se protege la liquidez y se frena el contagio, pero permanecen las dudas sobre la solvencia de la banca de tamaño mediano y pequeño en el país.

El caso de Credit Suisse es algo más complejo. Según los principales analistas sus problemas fueron el resultado de una serie de factores, que incluyen inversiones arriesgadas, falta de liderazgo y de estrategia empresarial clara, demandas de clientes y problemas regulatorios y estatutarios. Las auditorías obligaron a revisiones del balance que afloraron “debilidades materiales” sustanciales, y la coyuntura de mercado fue la espoleta para hundir su valor de mercado y su posterior absorción por UBS (véase el cuadro 2).

La respuesta regulatoria y supervisora suiza apunta hacia un caso aislado, por lo que la preocupación principal del mercado se centra en la respuesta dada en Estados Unidos a los problemas de su banca mediana. En este contexto, en Estados Unidos se garantizaron los depósitos no asegurados (aquellos por encima del fondo de protección) de las dos instituciones que quebraron y se decidió proporcionar liquidez adicional mediante un nuevo Programa de Financiación Bancaria a Plazo (BTFP, por sus siglas en inglés) aprobado por la Reserva Federal. En Suiza, el Banco Nacional Suizo proporcionó apoyo a través de liquidez de emergencia a Credit Suisse, que posteriormente fue absorbido por el Union Bank of Switzerland (UBS) en una adquisición respaldada por el Estado. En todo caso, como insiste, el FMI (2023) en su informe “la confianza del mercado sigue siendo frágil y aún persisten tensiones evidentes en varias instituciones y mercados, al tiempo que los inversionistas reevalúan la solidez del sistema financiero.”

Cuadro 1

Secuencia de eventos del caso de Silicon Valley Bank

Fecha	Evento
8 de marzo	Silicon Valley Bank anuncia una pérdida de 1.800 millones de dólares y planes de vender acciones para recaudar 2.250 millones de dólares. Moody's rebaja las calificaciones de depósitos bancarios y del emisor.
9 de marzo	La acción de la empresa matriz, SVB Financial Group, se desploma en la apertura del mercado. Clientes de SVB comienzan a retirar su dinero.
10 de marzo	Se suspende la negociación de la acción de SVB Financial Group. Reguladores federales anuncian que tomarán el control del banco. Los depósitos se trasladan a un banco puente creado y operado por la FDIC.
12 de marzo	Reguladores federales anuncian medidas de emergencia permitiendo a los clientes recuperar todos los fondos, incluso aquellos no asegurados. La Reserva Federal invoca una excepción de riesgo sistémico para proteger a los depositantes.
17 de marzo	SVB Financial Group presenta una solicitud de quiebra.
26 de marzo	First Citizens Bank compra todo el Silicon Valley Bridge Bank. HSBC Holdings Plc compra la filial británica de Silicon Valley Bank por 1 libra.
Impacto	La mayoría de las cuentas tenían más de 250.000 dólares en depósitos, lo que significa que la mayoría de los fondos no estaban asegurados. Los depositantes reciben su dinero incluso aquellos fondos que no estaban asegurados. Los inversores no recuperan su dinero.

Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, la Reserva Federal de Estados Unidos está considerando poner fin a una exención que permite a ciertos bancos medianos ocultar pérdidas en los valores que poseen. Esta medida está siendo liderada por el vicepresidente de Supervisión de la Fed, Michael Barr, y se espera que se apruebe en los próximos días. Barr ha señalado que los supervisores identificaron repetidamente riesgos para SVB a partir del 2021 y que incluso tomaron medidas para restringir su crecimiento en 2022, pero no se abordaron. Señaló que el colapso de SVB fue un "caso de libro de texto de mala gestión", citando el modelo de negocio concentrado de la empresa, el crecimiento excesivamente rápido, el fracaso en la gestión de su riesgo de tipo de interés y la dependencia de los depósitos no asegurados. La revisión del modelo de supervisión podría conducir a un refuerzo de las normas para los bancos de entre 100.000 y 250.000 millones de dólares.

También un mes después de los principales acontecimientos, el 21 de abril, el Comité de

Supervisión de Estabilidad Financiera en Estados Unidos (un consejo consultivo creado durante el mandato del presidente Obama) se pronuncia

A pesar de que los principales riesgos han emergido a partir de episodios bancarios, la resiliencia del sistema financiero mundial va a depender esencialmente del comportamiento de los intermediarios financieros no bancarios, que constituyen principalmente lo que se viene a denominar "banca en la sombra".

sobre posibles reformas supervisoras. Se señala la necesidad de aprobar nuevas reglas para acelerar la evaluación de los riesgos de estabilidad financiera y facilitar la designación de instituciones no bancarias como sistémicamente importantes, sujetándolas a la supervisión de la Fed. Por otro lado, la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, se pronunció a favor de estas reformas señalando que eliminan algunos

Cuadro 2

Secuencia de eventos del caso de Credit Suisse

Fecha	Evento
Ene 2022	El 17 de enero, Credit Suisse nombra a Axel Lehmann nuevo presidente del grupo.
Jul 2022	El banco continúa su camino para afrontar sus dificultades al anunciar a Ulrich Koerner como CEO.
Oct 2022	El Banco Nacional de Arabia Saudí compra una participación del 9,9 % en Credit Suisse como parte del aumento de capital de 4.200 millones de dólares. El monto pagado fue de 1.500 millones de dólares. Según las estimaciones, esta participación ahora vale 215 millones de dólares.
9 de mar	Después de recibir una llamada de la Comisión de Bolsa y Valores de EE. UU., Credit Suisse se ve obligado a revisar su balance de 2022.
10 de mar	La caída de SVB exagera los problemas en Credit Suisse, con las acciones cayendo un 30 %.
14 de mar	El balance revisado de 2022 revela una "debilidad material" durante una auditoría interna. Además, el banco informó una pérdida de 7.300 millones de francos suizos.
15 de mar	Uno de sus mayores inversores, el Banco Nacional de Arabia Saudí (SNB), se niega a inyectar más dinero en el banco debido a problemas regulatorios y estatutarios. Sin embargo, reitera que SNB cree en la historia de transformación de Credit Suisse. A pesar de esta reafirmación, las acciones cayeron otro 24 %.
15 de mar, noche	Credit Suisse anuncia en la noche que pediría prestados 54.000 millones de francos suizos al banco central, bajo una facilidad de préstamo cubierta y una facilidad de liquidez a corto plazo.
19 de mar	UBS Bank compra el banco en un acuerdo negociado por el gobierno por 3.250 millones de libras. El Banco Nacional de Suiza ofrece una asistencia de liquidez de 100.000 millones de francos suizos a UBS, mientras que el gobierno otorga una garantía de 9.000 millones de francos suizos para posibles pérdidas de los activos adquiridos por UBS. Este acuerdo se completará a fines de 2023.

Fuente: elaboración propia.

"obstáculos inapropiados" para supervisar entidades en base a su actividad y no a su forma jurídica. Las nuevas reglas permiten una amplia interacción entre los reguladores y una empresa de servicios financieros en revisión. Los grupos de fondos de cobertura, fondos de inversión y gestores de carteras de activos quedan también incluidos, manifestando la preocupación porque otros problemas de inestabilidad financiera puedan venir de instituciones no bancarias. Es ya una preocupación esencial que queda abierta, compartida por el FMI, otras instituciones y múltiples analistas. A pesar de que los principales riesgos han emergido a partir de episodios bancarios, la resiliencia del sistema financiero mundial va a depender esencialmente del comportamiento de los intermediarios financieros no bancarios (IFNB), que constituyen principalmente lo que se viene a denominar "banca en la sombra".

La reacción en la eurozona y la situación en España

Los primeros problemas de inestabilidad financiera de SVB atrapan al Banco Central Europeo (BCE) a pocos días de sus decisiones de política monetaria de marzo. El BCE tuvo que mantener la agenda esperada, aunque ya se señaló que se consideraba un problema no aplicable a la eurozona, si bien se admitía que la posibilidad de contagio requería de precaución y consideración de cuestiones de estabilidad financiera en próximas decisiones monetarias. Fue muy esperada, de hecho, la comparecencia del 20 de marzo de la presidenta del BCE, Christine Lagarde, ante el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, Lagarde señaló que las tensiones en la estabilidad

financiera podrían tener un impacto en la demanda y hacer parte del trabajo que, de otro modo, haría la política monetaria y las subidas de tipos de interés. Respecto al caso de Credit Suisse, Lagarde expresó que los bancos de la zona del euro son resistentes y que su exposición al Credit Suisse es limitada. Sin embargo, también advirtió que las entidades financieras deberían prepararse para un crecimiento económico más lento, costes de financiación más altos y volúmenes de préstamos más bajos. Algunos críticos han afirmado que el BCE se verá obligado a elegir entre combatir la inflación o preservar la estabilidad financiera, pero este argumento se considera, de momento, relativo y controlado desde del BCE.

Los acontecimientos de tensión coinciden en la eurozona con la publicación por parte del BCE (2023), el 17 de abril de 2023, de las recomendaciones del grupo de expertos relativas a la supervisión bancaria europea. Se trata de la llamada evaluación externa del proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES), que incluye recomendaciones para ganar en eficacia y eficiencia. Entre otras cuestiones, se considera que las prácticas supervisoras en la zona del euro son adecuadas y suficientemente “maduras como para agilizar los procesos” en caso de que fuera necesario. Sin embargo, el informe recomienda al BCE que se centre en las medidas cualitativas para abordar las debilidades en los modelos de negocio y la gobernanza.

Aunque es difícil establecer comparaciones y el entorno de mercado es muy volátil, si se analizan los rendimientos a un año de los sectores bancarios, el español muestra un comportamiento relativo más positivo que el promedio europeo y estadounidense. Con esa referencia temporal, el rendimiento acumulado anual es del -9,7 % para el Dow Jones Banks, del -2,3 % para el STOXX Banks europeo y del 12,3 % para el Ibx Bancos.

En cuanto a España, el 20 de abril de 2022 el Banco de España publica las estadísticas supervisoras de las entidades de crédito correspondientes al cuarto trimestre de 2022, que permiten analizar la

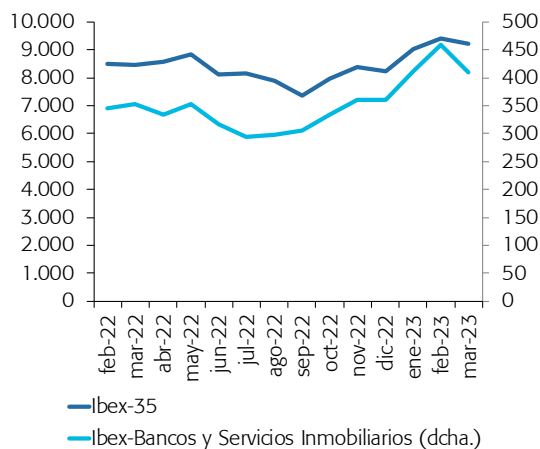
foto de partida de los bancos españoles justo antes de los acontecimientos de inestabilidad financiera registrados en 2023. Las ratios de capital de las entidades de crédito que operan en España aumentaron ligeramente en el cuarto trimestre de 2022. La ratio de capital de nivel ordinario (CET1) se situó en el 13,23 % (13,05 % del trimestre anterior). Por otro lado, la ratio de cobertura de liquidez se redujo hasta el 178,45 %, pero se mantiene muy por encima del requisito regulatorio (100 %). En España, además, la ratio de préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) siguió disminuyendo, situándose en el 3,12 % en el cuarto trimestre de 2022, casi 50 puntos básicos menos que un año antes. En cambio, aumentó ligeramente la ratio de préstamos en vigilancia especial, del 6,25 % al 6,42 %.

También en abril se publicó el *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España (2023), que se refiere a las turbulencias bancarias internacionales. En particular, señala que, “desde marzo de este año, los graves problemas financieros experimentados por Silicon Valley Bank (SVB), otros bancos estadounidenses de tamaño mediano y Credit Suisse han desencadenado un descenso de las valoraciones bursátiles bancarias.” A juicio del Banco de España, esto “genera un mayor riesgo a escala global de aumento de los costes de financiación y de tensionamiento de la liquidez del sector bancario, que afecta también a las entidades españolas, y puede presionar negativamente la situación financiera favorable con la que han iniciado 2023.” El supervisor español comparte, asimismo, la visión del BCE y el FMI al señalar que el repunte reciente en la aversión al riesgo en los mercados financieros ha incrementado también la preocupación a escala global sobre las vulnerabilidades en el segmento de intermediación financiera no bancaria (IFNB). Indica, en particular que, en el pasado, “los sectores de fondos de inversión, y otros segmentos de IFNB, han mostrado un comportamiento procíclico, exacerbando las correcciones a la baja de precios, y no hay indicios que señalen que sería esperable un patrón distinto en caso de que se mantenga o intensifique el repunte de la aversión al riesgo. En España, los fondos de inversión presentan una situación de liquidez más holgada, que limita este riesgo. Sin embargo, el conjunto del sector financiero español se vería afectado si se produjeran correcciones en

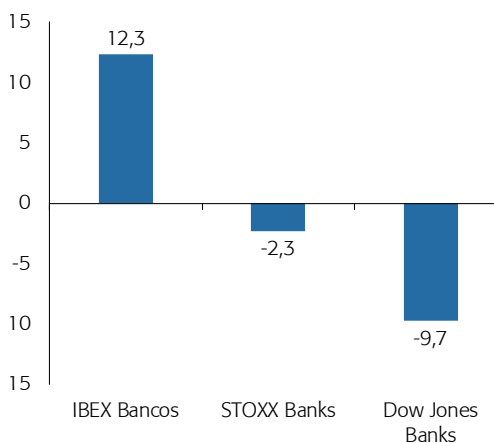
Gráfico 1

Evolución bursátil y comportamiento relativo en mercados de los bancos españoles

a. Cotización. Fecha de referencia: 25 de abril de 2023



b. Diferencial de cotización a un año (en porcentaje)



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

los mercados financieros mundiales, que pueden ser propiciadas por la acumulación de vulnerabilidades en segmentos IFNB de otras geografías” (Banco de España, 2023).

En todo caso, aunque es difícil establecer comparaciones y el entorno de mercado es sustancialmente volátil, si se analizan los rendimientos a un año de los sectores bancarios, un mes después de los casos de SVB y Credit Suisse (gráfico 1), el sector bancario español muestra un comportamiento relativo más positivo que el promedio europeo y estadounidense. Con esa referencia temporal, el rendimiento acumulado anual es del -9,7 % para el Dow Jones Banks, del -2,3 % para el STOXX Banks europeo y del 12,3 % para el Ibex Bancos.

Conclusión: separar el grano de la paja

Con la situación financiera vivida en marzo, se hace necesaria una distribución de responsabilidades para evitar nuevos episodios de inestabilidad financiera. Las empresas y bancos deben asumir su responsabilidad corporativa y un adecuado *reporting*,

las familias deben aprovechar las oportunidades para mejorar su cultura financiera y tomar decisiones adecuadas de gasto y ahorro, y los gobiernos deben ser cautos y pedagógicos en la sintonía para entender la solidez económica y financiera.

En todo caso, el papel del supervisor se antoja esencial porque el contexto sigue siendo delicado. Al tiempo de cerrar este artículo, en Estados Unidos, otro banco mediano, First Republic Bank, presenta importantes caídas en bolsa y una delicada situación financiera por las retiradas de depósitos. Las lecciones que hemos aprendido de los episodios del mes de marzo indican que el contagio financiero es un factor de riesgo importante. También sugieren que va a ser necesario clarificar quién es quién, separar el grano de la paja. Esta tarea se presenta especialmente desafiante en el caso de Estados Unidos, donde persisten las principales dudas sobre las entidades financieras de tamaño mediano.

Por encima de estas cuestiones sobrevuela el problema —ya anticipado desde hace años— de cómo numerosas empresas e intermediarios financieros podrían afrontar una normalización financiera que supone subidas de tipos de interés pronunciadas en un espacio reducido de tiempo. En el análisis de este

artículo trasluce que esta preocupación se hace especialmente intensa en el caso de los intermediarios financieros no bancarios y, en general, en la banca en la sombra, que presenta mayores vulnerabilidades a cambios en tipos de interés y, en general, a riesgos de mercado.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA. (2023). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2023*. https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/23/IEF_Primavera2023.pdf
- BCE. (2023). *Assessment of the European Central Bank's Supervisory Review and Evaluation Process* https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/annex/ssm.pr230417_annex.en.pdf
- FMI. (2023). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*. 12 de abril. <https://www.imf.org/es/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>

Remuneración de los depósitos y euríbor: ¿por qué esta vez es diferente?

Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez*

Más de un año después desde que el euríbor 12 abandonase el terreno negativo, con un intenso recorrido al alza que le ha llevado a superar niveles no vistos desde antes de la crisis financiera, el dilema más relevante al que se enfrentan las entidades financieras es el ritmo e intensidad de traslación de dicho incremento a la remuneración de los depósitos. Hasta la fecha, esa traslación –medida por el denominado coeficiente “beta”– está siendo muy inferior a la observada en los activos (préstamos) y en otros países europeos de referencia. En dicho contexto, el artículo analiza esas diferencias, así como la evidencia histórica de otros episodios de elevación de tipos de referencia para resaltar los elementos diferenciales que justifican la mayor cautela observada hasta el momento. Entre ellos, cabe destacar la holgada posición de liquidez del sector bancario, la incertidumbre sobre la senda más inmediata de los tipos, la utilización de los menores costes del pasivo para aliviar la carga financiera de determinados clientes de activo, o el impacto que el deterioro de la calidad crediticia pudiera tener vía mayores saneamientos.

Evolución del euríbor y su traslación a tipos de activo y de pasivo

Tras más de cinco años en valores negativos, el euríbor a doce meses se instalaba en terreno positivo ya al inicio de 2022, registrando una importante escalada de forma continuada durante dicho año y el arranque del 2023 (gráfico 1). Esa tendencia al alza se veía frustrada a principios de marzo, con los eventos de estrés desatados en algunos bancos

estadounidenses y en Credit Suisse, con reminiscencias de episodios de inestabilidad financiera que obligaban a los bancos centrales a intervenir de forma coordinada en el suministro de liquidez, así como a lanzar claros mensajes de relajación o pausa en su senda futura de elevaciones adicionales de tipos de interés.

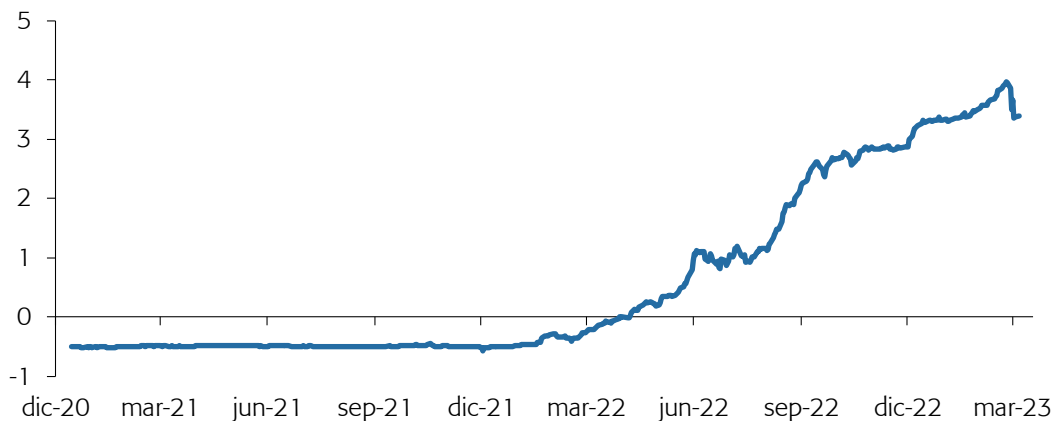
Esa evolución alcista del euríbor durante 2022 ha tenido una traslación muy diferente a los dos lados

* Afi- Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Euríbor a doce meses

(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

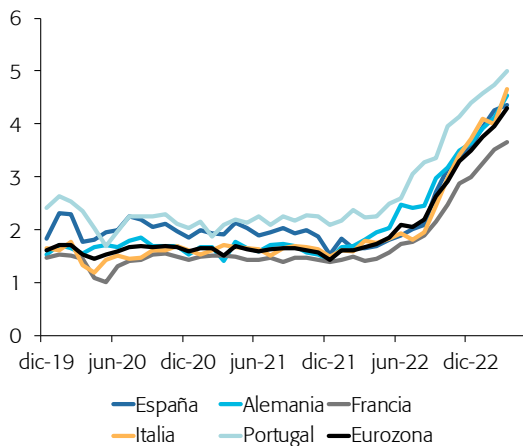
del negocio con clientes, siendo mucho más intensa en los tipos de concesión de préstamos que en los de captación de depósitos. Por otra parte, esa asimetría entre los tipos de concesión y los de captación es mucho más acusada en España y Portugal que en los otros tres grandes países europeos (Alemania, Francia e Italia), como ilustran los gráficos 2 y 3.

La mayor resistencia a subir los tipos de depósitos en España y Portugal puede estar incorporando elementos estructurales de ambos países, como el menor nivel de renta, la presencia de saldos medios de depósitos más reducidos, y un cobro de comisiones por prestación de servicios bancarios que históricamente ha sido más limitado, lo que otorga a los

Gráfico 2

Tipo de concesión de crédito por países

(En porcentaje)

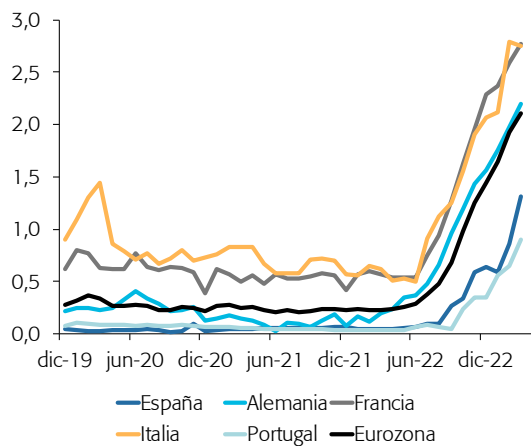


Fuentes: BCE y Banco de España.

Gráfico 3

Tipo de captación del depósito a plazo por países

(En porcentaje)



Fuentes: BCE y Banco de España.

depósitos una mayor relevancia en la aportación al margen básico.

Son esas diferencias y asimetrías tan acusadas en el caso español las que están alimentando el interés mediático, al que sin duda ha contribuido también la difusión de las filas de espera para la suscripción de letras del Tesoro, en búsqueda de una rentabilidad que aún no ha sido proporcionada por el sector bancario. Probablemente existe una cierta relación de causalidad entre esa avidez por suscribir letras del Tesoro con tipos de interés en torno al 3 % anual, y la caída que se ha producido en el saldo de depósitos bancarios en los dos primeros meses de 2023, muy superior a la registrada en el mismo periodo de años anteriores.

En el mismo sentido, de búsqueda de rentabilidad frente a la ausencia de retribución de los depósitos, habría que interpretar el intenso flujo de suscripción de fondos de inversión observado ya desde mediados de 2022, especialmente concentrado en fondos de renta fija o de rentabilidad garantizada. En concreto, las suscripciones netas acumuladas hasta el mes de febrero de 2023 en los fondos de renta fija en España se sitúan por encima de los 20.000 millones de euros, a lo que hay que

añadir casi 11.000 millones correspondientes a fondos garantizados y de rentabilidad objetivo, muy impulsados por las propias entidades financieras.

“Betas” de activo y de pasivo: evidencia de episodios anteriores de subidas de tipos

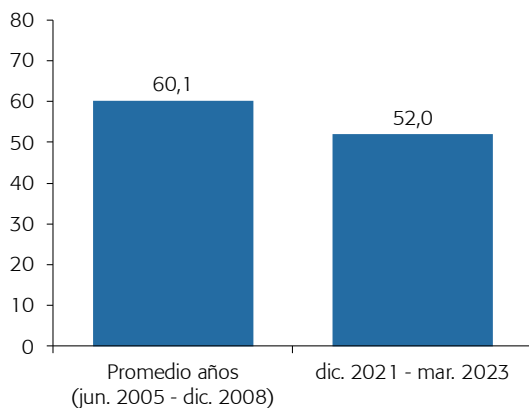
Para abordar el dilema con un enfoque analítico, estimamos la función de respuesta o adecuación (coeficiente “beta” de la regresión) al movimiento del principal tipo de referencia (euríbor a doce meses) en los dos segmentos más relevantes del negocio con cliente: el del crédito a la vivienda, en el caso del activo, y el de los depósitos a plazo de hogares, en el caso del pasivo.

Tomando como punto de contraste la evidencia histórica durante el último periodo de subida de los tipos de interés, entre junio de 2005 y diciembre de 2008, parece claro que en esta ocasión la “beta” de traslación está siendo más débil y/o lenta, especialmente en el caso de los depósitos a plazo (gráficos 4 y 5). En cualquier caso, la “beta” de traslación al crédito también es inferior en comparación con otros momentos históricos ante el intenso repunte

Gráfico 4

“Beta” del crédito a la vivienda

(En porcentaje)



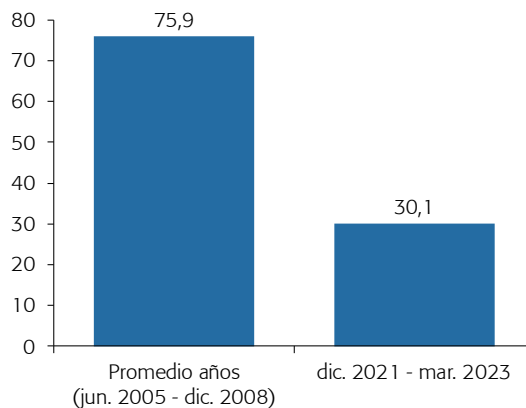
Nota: Beta calculada sobre el tipo de nueva concesión.

Fuentes: BCE y Banco de España.

Gráfico 5

“Beta” de los depósitos a plazo-hogares

(En porcentaje)



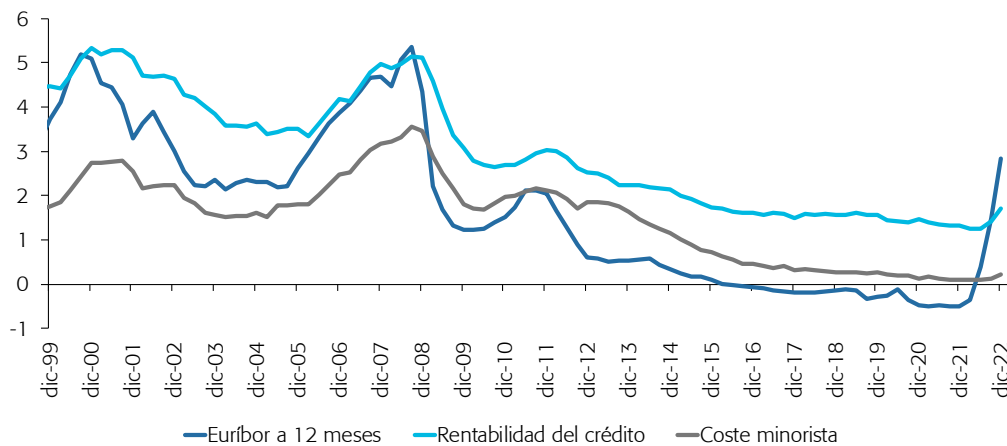
Nota: Beta calculada sobre el tipo de nueva concesión.

Fuentes: BCE y Banco de España.

Gráfico 6

Rentabilidad del crédito y coste minorista en relación al euríbor a 12 meses

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España y Bloomberg.

de la curva, el efecto del reprecio de los tipos sobre la cartera y el mayor peso del crédito a tipo fijo en el momento actual (véase Hernández de Cos, 2023 y Banco de España, 2023).

En contraste con el último periodo de subida de tipos, entre junio de 2005 y diciembre de 2008, en esta ocasión la traslación está siendo más lenta, especialmente en el caso de los depósitos a plazo. En cualquier caso, la “beta” de traslación al crédito también es inferior ante el intenso repunte de la curva, el efecto del reprecio de los tipos sobre la cartera y el mayor peso del crédito a tipo fijo en el momento actual.

En cualquier caso, tal y como se puede observar en el gráfico 6, el decalaje existente entre el reprecio del activo y del pasivo ante las subidas y bajadas de los tipos de referencia ha sido una constante a lo largo de los años. Como refleja dicho gráfico, los movimientos de la rentabilidad del crédito y del coste minorista son bastante paralelos, lo que se traduce en una elevada estabilidad del margen minorista. Ante escenarios de subida de tipos de interés, en la medida en que la cartera de crédito reprecia,

en media, cada doce meses, este patrón de comportamiento de movimientos en paralelo responde a la necesidad de esperar a que la rentabilidad del crédito haya incorporado dicha subida antes de trasladar el repunte a la subida del coste minorista. Asimismo, ante escenarios de bajada de tipos, se ha podido observar cómo, en la medida en que la rentabilidad del crédito se veía presionada a la baja, esa reducción de los tipos era trasladada también a los depósitos de la clientela como elemento compensador. Se trata, por tanto, de una gestión de la rentabilidad y de la posición competitiva que se mantiene en los ciclos tanto de subida como de bajada de los tipos de referencia, salvo en aquellos casos en los que un problema de liquidez entra en juego, como fue el caso en 2012. En tales circunstancias, que ciertamente no se producen en la actualidad, la gestión de la liquidez prima sobre la gestión de la rentabilidad, produciéndose una remuneración más intensa de los recursos minoristas a expensas de una menor generación de margen.

“Betas” de activo y de pasivo: ¿por qué esta vez es diferente?

Este factor, al que podemos denominar sensibilidad del margen de intereses a subidas de los tipos

de interés, es un primer elemento que justifica que hasta la fecha se haya producido un repunte contenido de los tipos de remuneración de los depósitos

Entre los factores que podrían explicar una traslación más lenta de la subida de tipos en el caso de los depósitos, cabe mencionar que actualmente el sector bancario presenta una posición de liquidez mucho más holgada que en el pasado, en un contexto de demanda de crédito débil, y unas tenencias de TLTRO III todavía elevadas.

tos minoristas, principal fuente de financiación de la banca española, a la espera de que la rentabilidad del crédito refleje por completo el nuevo escenario de tipos.

En relación con los factores que podrían alterar este componente histórico de traslación más lenta, cabe mencionar que actualmente el sector bancario presenta una posición de liquidez mucho más holgada que en el pasado, en un contexto de demanda de crédito débil, y unas tenencias de TLTRO III todavía elevadas. En este sentido, cabe destacar que, aunque en los últimos meses se han producido devoluciones cuantiosas de esta línea de financiación interbancaria –las entidades españolas han devuelto prácticamente 180.000 millones de euros– mantienen todavía un saldo vivo de 110.000 millones de euros. Gran parte de esta liquidez vence a mediados de 2023, justo cuando se cumplen tres años del inicio de estas operaciones de financiación con objetivo específico, pero existiría cierto remanente de liquidez que podría estar disponible para las entidades hasta bien entrado 2024 y que depende del momento en que se produjera la solicitud de estos fondos.

Junto a ese factor de holgada liquidez cabe añadir la elevada volatilidad e incertidumbre que ha marcado la senda de evolución previsible de los tipos en los últimos meses. Esta ha mostrado una elevada intensidad de subida y una gran pendiente, pero con un importante componente de transitoriedad, como ha manifestado en numerosas ocasiones

el propio Banco Central Europeo (BCE) y como han venido reflejando las expectativas por parte del mercado, siendo especialmente relevante el recorte de tipos de mercado registrado en marzo, con la emergencia de los mencionados episodios de estrés bancario en Estados Unidos y Suiza.

En un contexto como este, y partiendo de una base tan elevada de depósitos a la vista, traslaciones muy rápidas al coste del plazo podrían tener efectos muy dañinos en caso de que la tendencia alcista se revirtiera y los tipos de interés comenzaran a bajar.

En todo caso, esa elevada masa de los depósitos a la vista debe ser analizada junto con el grado de concentración de los saldos que tenga cada entidad, ya que este elemento será clave para determinar la sensibilidad del pasivo minorista a subidas de los tipos de interés. En aquellas entidades con baja concentración de saldos es previsible que la presión por parte de los clientes (transaccionales, sobre todo) para obtener una remuneración por sus ahorros sea menor que en aquellas otras con una concentración elevada de saldos en pocos clientes donde la presión será más elevada, siendo más complicado para estas últimas mantener unos tipos de remuneración contenidos.

Por otra parte, es razonable asumir que, en los saldos de depósitos de los hogares en los percentiles de renta más bajos, existe el incentivo a destinar una parte de los mismos a realizar amortizaciones anticipadas de sus créditos. De ahí que en dicho segmento de clientes cobre mucha más virtualidad una gestión conjunta de los tipos de pasivo y activo, teniendo en cuenta la presión que ha supuesto la subida de tipos de interés sobre la capacidad de pago de los clientes de activo, especialmente de aquellos con una mayor vulnerabilidad financiera (entendida como relación entre la cuota crediticia y la renta neta disponible) y/o vulnerabilidad económica (asociada a la exposición de los particulares o empresas a sectores económicos vulnerables en este contexto), con el consiguiente efecto en términos de incertidumbre sobre el devenir de la calidad crediticia del sector.

En este sentido, a pesar de la puesta en marcha del Código de Buenas Prácticas al que una gran

parte del sector se ha acogido, lo cierto es que el número de clientes que ha solicitado su aplicación ha sido reducido. Sin embargo, más allá del marco establecido en dicho Código, las entidades han hecho propia dicha preocupación que ponía sobre la mesa el Gobierno y se han mostrado abiertas a negociar las condiciones de las operaciones de activo renunciando a parte de esa mayor rentabilidad del crédito, con el fin de gestionar otro factor clave como es la sensibilidad de la calidad del crédito a los tipos de interés, al tiempo que gestionan la vinculación y el valor del cliente para la entidad, evitando su marcha en un mercado que mantiene un elevado nivel de competencia en operaciones de activo.

En las entidades con baja concentración de saldos es previsible que la presión por parte de los clientes para obtener una remuneración por sus ahorros sea menor que en aquellas otras con una concentración elevada de saldos en pocos clientes, donde la presión será más elevada, siendo más complicado para estas últimas mantener unos tipos de remuneración contenidos.

Adicionalmente, se deben tener en cuenta otros elementos de la cuenta de resultados que se muestran sensibles al nuevo contexto de inflación y tipos más elevados y que también reducen la capacidad de trasladar la subida de tipos a la remuneración de los depósitos. Dentro de este factor de sensibilidad de la cuenta de resultados a los tipos de interés se pueden mencionar el impacto de la inflación vía mayores costes de transformación, así como el reflejo que el deterioro de la calidad crediticia pudiera tener vía mayores saneamientos. Impactos de signo negativo

sobre la cuenta de resultados en un contexto en el que el coste del capital se ha visto impulsado al alza en los últimos meses, no solo por el incremento de la tasa libre de riesgo, sino también por una mayor prima de riesgo asociada a la potencial peor calidad de los activos.

En suma, los diferentes factores citados han contribuido a que las entidades hayan mantenido hasta la fecha una notable cautela en cuanto a trasladar las elevaciones de tipos base al coste de los depósitos de los clientes. En dicho contexto, algunas entidades podrían plantearse utilizar esa inercia de reducidos costes de pasivo como mayor holgura para apoyar alivios en la carga financiera de esos clientes de activo vulnerables, y frenar el aumento de morosidad de los mismos, como se ha puesto de manifiesto en la presente nota.

Esa vinculación entre tipos de activo y de pasivo no puede hacerse sin tener en cuenta la diferente presencia y composición de los clientes en uno y otro lado, algo que varía de unas entidades a otras, por lo que la respuesta más apropiada deberá ser específica de cada entidad, pero en todo caso sin perder de vista una presión competitiva que tarde o temprano incorporará una creciente proporción ("beta") de incremento del euríbor a la retribución de los depósitos.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2023). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2023*.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2023). *Situación del sector bancario en España*. III Observatorio de las Finanzas El Español – Invertia (07/03/2023).

Cambios en las condiciones de acceso a la financiación bancaria

Joaquín Maudos*

En los últimos meses se han endurecido las condiciones de acceso a la financiación bancaria como consecuencia sobre todo de la subida de los tipos de interés. Estos han aumentado por la combinación de diversos factores: el ascenso de los tipos de intervención de los bancos centrales, la percepción de aumento del riesgo y la aversión de los bancos, las perspectivas de menor crecimiento económico y el reciente episodio de inestabilidad financiera. Los tipos de interés del préstamo bancario son en la actualidad menores en España que en la eurozona en el destinado a empresas, pero mayores en hipotecas y préstamos al consumo. La tasa de crecimiento del crédito en nuevas operaciones se ha ralentizado y crece más el destinado a empresas que a familias. La subida de tipos implica un empobrecimiento de empresas y familias. Así, un aumento de 2 puntos porcentuales del coste de la financiación en 2023 supondría 33.000 millones de euros más de intereses. La buena noticia es que tanto empresas como familias afrontan este endurecimiento en el acceso a la financiación desde una posición más cómoda que en el pasado, gracias al importante desapalancamiento que han realizado.

Los años de baja inflación y bajos tipos de interés han quedado atrás desde que una combinación de *shocks* de oferta y demanda dio paso a una nueva fase de alta inflación que ha obligado a los bancos centrales a dar por finalizada la política monetaria acomodaticia subiendo tipos de interés. En el caso concreto de la eurozona, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación que fija el Banco Central Europeo (BCE) se mantuvo en el 0 % más de seis años, de marzo de 2016 a julio

de 2022, aumentando desde entonces en siete ocasiones hasta situarse en el 3,75 % desde el 4 de mayo de 2023. En el caso del tipo de interés de referencia más frecuentemente utilizado a la hora de dar financiación bancaria, el euríbor a 12 meses entró en terreno negativo en febrero de 2016, se mantuvo en valores negativos hasta marzo de 2022, pero desde entonces ha aumentado para situarse en abril de 2023 en el 3,757 %. De esta forma, ha regresado al nivel que alcanzó en noviembre de 2008. Es por

* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, Director Adjunto del Ivie y Colaborador del CUNEF.

tanto un aumento muy intenso en un corto periodo de tiempo (4,2 puntos porcentuales año y medio) que implica un drástico cambio en las condiciones de acceso a la financiación bancaria para empresas y familias. Un aumento de tipos tan rápido y de semejante cuantía supone un claro riesgo también para las entidades bancarias, como se ha demostrado con las recientes quiebras que han tenido lugar en EE. UU. por las cuantiosas minusvalías que han aparecido en sus inversiones en renta fija (Silicon Valley Bank, Signature Bank y First Republic Bank). La inestabilidad financiera que también ha afectado a la banca europea (a la que ha contribuido los problemas del Credit Suisse) son otra vía por la que se endurecen las condiciones en el acceso a la financiación. De hecho, según la última encuesta del BCE publicada el 2 de mayo, la banca reconoce que ha endurecido sustancialmente los criterios que utiliza para aprobar un préstamo a empresas y familias debido a una percepción de más riesgo, una menor tolerancia al riesgo y el aumento de los costes de financiación. También el FMI (2023) en su último informe de estabilidad financiera muestra su preocupación por los efectos del endurecimiento de las condiciones de la financiación.

El objetivo de este artículo es analizar la evolución más reciente de las condiciones de acceso a la financiación bancaria de empresas y familias en España en el contexto europeo. En el primer caso, se presta especial atención al papel que tiene el tamaño a la hora de explicar diferencias en las condiciones, distinguiendo el coste del préstamo en función de la cuantía solicitada y de si la empresa es pyme o grande. En el segundo, distinguimos entre el préstamo para la adquisición de vivienda del destinado al consumo. En todos los casos, utilizamos información de nuevas operaciones que ofrece el BCE, ya que es donde mejor se reflejan los cambios de los tipos de interés. La información sobre tipos de interés se complementa con la opinión que transmiten los bancos en la encuesta que realiza el BCE respecto a los estándares y condiciones que fijan a la

hora de dar financiación, la última referida al primer trimestre de 2023.

Evolución reciente de los tipos de interés del préstamo bancario

Enero de 2021 supone un récord histórico en el valor negativo que alcanzó el euríbor a 12 meses. En ese mes se situó en el -0,505 %. Se mantuvo en niveles parecidos hasta diciembre de ese año (-0,502 %) y desde entonces inició una escalada de forma que salió de los valores negativos en abril de 2022, hasta situarse en el 3,757 % en abril de 2023. Por tanto, en algo menos de año y medio ha aumentado 4,2 puntos porcentuales (pp).

La traslación de la subida de los tipos de referencia a los préstamos bancarios no es tan intensa, pero sí de cuantía suficiente para suponer un cambio importante en las condiciones de acceso a la financiación¹. Así, como muestra el cuadro 1, desde enero de 2021 (mes con el mínimo valor del euríbor a 12 meses) hasta marzo de 2023 (último dato disponible en el momento de redactar estas líneas), el tipo de interés del préstamo a las empresas ha aumentado 2,52 pp en España, algo menos en comparación con los 2,83 pp de la zona del euro. En el préstamo para la compra de vivienda, el aumento ha sido menor, 1,98 pp en España y 2,09 pp en la zona del euro. Es en el préstamo al consumo donde menos ha aumentado el tipo de interés: 1,51 pp en España, mucho menos en relación a 2,65 pp en la zona del euro. Por tanto, la traslación del aumento del euríbor a los tipos de interés bancarios ha sido mayor en las empresas que en las familias y menor en España que en la eurozona.

En el caso del préstamo a las empresas, los datos muestran diferencias importantes en función de su importe. En los de menor importe (menos de 250.000 euros), la subida es la de menor cuantía (2,13 pp) e inferior que en la eurozona (2,71 pp).

¹ El Banco de España (2023) muestra que la traslación en 2022 del aumento del euríbor al tipo medio del *stock* de préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a empresas no financieras es del 30 %. En nuestro análisis nos centramos no en el tipo de interés del *stock*, sino en nuevas operaciones.

Cuadro 1

Tipos de interés (TEDR) del préstamo bancario en nuevas operaciones

	España				Eurozona				España - Eurozona	
	ene-21	mar-23	Var. pp	Var %	ene-21	mar-23	Var. pp	Var %	ene-21	mar-23
Empresas	1,59	4,11	2,52	158	1,38	4,21	2,83	205	0,21	-0,10
Hasta 0,25M€	2,17	4,3	2,13	98	2,05	4,76	2,71	132	0,12	-0,46
Entre 0,25 y 1M€	1,54	4,14	2,6	169	1,51	4,24	2,73	181	0,03	-0,10
Menos de 1M€	2,04	4,26	2,22	109	1,82	4,56	2,74	151	0,22	-0,30
Más de 1M€	1,12	3,96	2,84	254	1,19	4,14	2,95	248	-0,07	-0,18
Compra de vivienda	1,56	3,54	1,98	127	1,35	3,44	2,09	155	0,21	0,1
Consumo	6,43	7,94	1,51	23	4,63	7,28	2,65	57	1,8	0,66

Fuente: BCE y elaboración propia.

Para préstamos de más de 1 millón de euros, la subida ha sido mucho más intensa y menor en España (2,84 pp) que en la eurozona (2,95 pp). Si consideramos que los préstamos de menor importe son más característicos de las pymes, la actual subida de los tipos de interés está siendo menos intensa que en las empresas más grandes, y también menor en España que en la eurozona.

La actual subida de los tipos de interés está siendo menos intensa en las pymes que en las empresas más grandes, y también menor en España que en la eurozona. Pero los tipos son mayores en las pymes que en las grandes empresas.

Con los cambios que se han producido en los algo más de dos años analizados desde principios de 2021, la banca española fija hoy día (marzo 2023) un tipo de interés en los nuevos préstamos a las empresas 10 puntos básicos (pb) inferior al que fija la banca europea. Es menor en todos los préstamos a las empresas con independencia de la cuantía. Así, en los préstamos de menos de un millón, son 30 pb menos de tipo de interés y la diferencia aumenta a

46 pb en los de menos de 250.000 euros. En los préstamos de más de un millón de euros, la banca española fija un tipo de interés 18 pb inferior.

Si ponemos el foco en la situación más reciente (datos de marzo de 2023), el acceso al crédito bancario por las empresas en España es más barato que en la eurozona y que en Italia y Alemania, pero no que en Francia. En el caso de las familias, el tipo de interés del préstamo para la compra de vivienda es algo mayor en España (3,54 % en marzo de 2023) que en la eurozona (3,44 %) y Francia (2,54 %), pero menor que en Alemania (3,88 %) e Italia (4 %). También es superior en el préstamo al consumo (7,94 %) que en la eurozona (7,28 %), Francia (5,41 %) y Alemania (7,7 %), pero menor al de Italia (8,44 %).

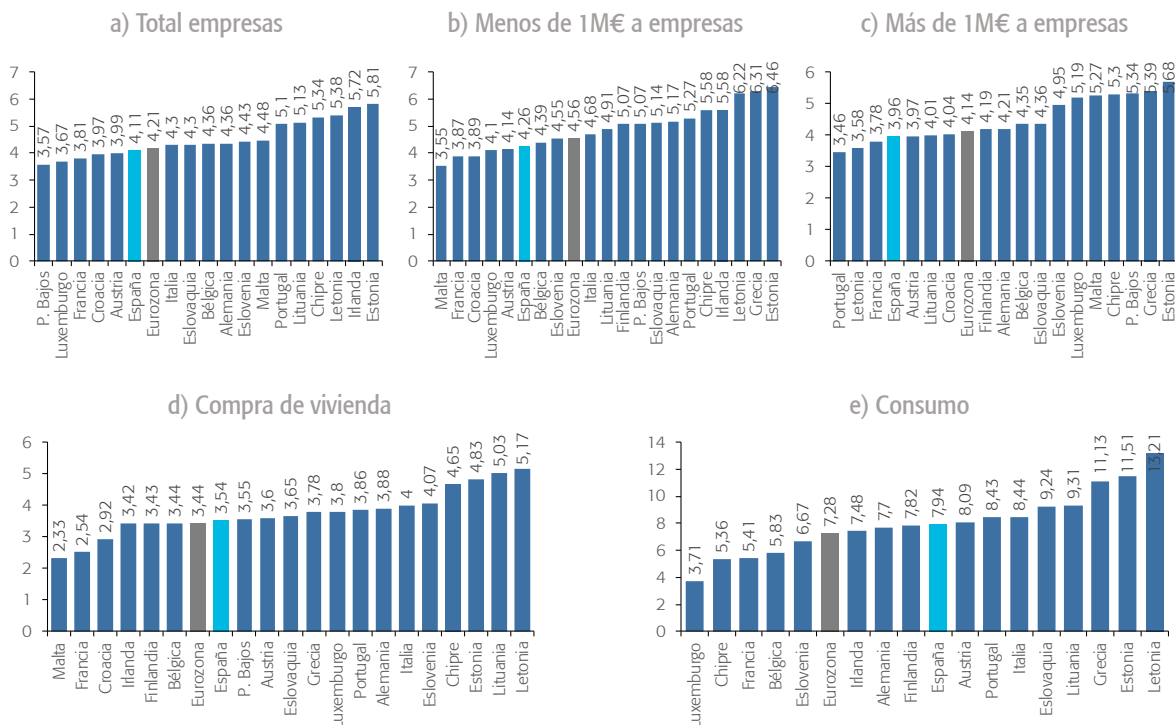
Cambios en la actitud de los bancos a la hora de dar financiación: factores explicativos

¿Está la banca endureciendo los criterios que utiliza a la hora de dar financiación? Para responder a esta pregunta, utilizamos la última encuesta que ha realizado el BCE a la banca de la eurozona que cubre

Gráfico 1

Tipo de interés (TEDR) del préstamo en nuevas operaciones (marzo de 2023)

(En porcentaje)



Fuente: BCE.

el primer trimestre de 2023², un trimestre donde ya es manifiesta la subida de los tipos de interés y donde han aparecido problemas de estabilidad financiera tras la quiebra del Silicon Valley Bank y Signature Bank en EE. UU., y el rescate de Credit Suisse.

En el caso de las empresas, la banca española lleva endureciendo los estándares de concesión de crédito desde el primer trimestre de 2021, ya que es mayor el porcentaje que declara que los ha endurecido que el que los ha relajado. La máxima diferencia tiene lugar en el último trimestre de 2022, donde el índice de difusión que construye el BCE³ se sitúa en 17 puntos, 4 más que en el anterior trimestre y 3 por encima de la banca de la eurozona. En el primer

trimestre de 2023 el índice cae a 8 pero sigue siendo positivo. En este último trimestre, los motivos que explican este endurecimiento son el deterioro de la actividad económica, la mayor aversión al riesgo, los requerimientos de más garantías y las dificultades en obtener financiación en los mercados. En este último trimestre apenas hay diferencias entre pymes y grandes empresas en el endurecimiento de los estándares para dar un crédito, a diferencia del anterior donde la situación era claramente peor para las pymes. Este endurecimiento de los estándares es menor en España que en la eurozona, con un valor en este último caso de 13,6 en el índice de difusión. En este contexto, la banca manifiesta en el primer trimestre de 2023 que ha aumentado la tasa de rechazo de la

² La encuesta fue realizada del 22 de marzo al 6 de abril de 2023.

³ Índice de difusión = (porcentaje de bancos que manifiestan que endurecen los estándares a la hora de dar un crédito) + 0,5* (porcentaje que lo endurece en parte) - (porcentaje que lo ha relajado) - 0,5* (porcentaje que lo relaja en parte).

financiación que solicitan las empresas, con un índice de difusión mayor en las pymes que en las grandes empresas (8 vs 5). El aumento de la tasa de rechazo en la banca española es parecido al de la banca europea (7,5), sin que en esta existan apenas diferencias según el tamaño de la empresa.

En el caso del préstamo para la compra de vivienda, también la banca española ha endurecido sus criterios a la hora de dar financiación desde el tercer trimestre de 2022, siendo el índice que lo refleja menor al de la eurozona en los dos últimos trimestres (10 vs 12,2 en el último). En el primer trimestre de 2023 los factores que hay detrás son el deterioro de la actividad económica, la menor disponibilidad de financiación en los mercados, las perspectivas del mercado de la vivienda, la menor tolerancia al riesgo de los bancos y la menor solvencia de los prestatarios. En cambio, la banca declara una menor competencia no bancaria. También se da un aumento en la tasa de rechazo de los préstamos solicitados (pero con menor intensidad que en la banca europea, con índices de difusión de 5 y 11,5, respectivamente), algo que se viene dando en los últimos cuatro trimestres.

Finalmente, en el caso del préstamo al consumo es donde más han cambiado los estándares que utilizan los bancos a la hora de dar financiación, con un índice de difusión en los tres últimos trimestres muy por encima del índice de la eurozona (17 vs 4,8 en el primer trimestre de 2023). Lo que más contribuye a explicar este deterioro es el impacto de la actividad económica y la menor solvencia de los que solicitan financiación, siendo algo menor el efecto de la menor tolerancia al riesgo de los bancos, la exigencia de garantías y la disponibilidad de financiación en los mercados. La tasa de rechazo ha aumentado en el último trimestre (índice de 8) y con más intensidad que en la banca europea (5).

Cambios en los términos y las condiciones del crédito

Si ponemos el foco en los términos y las condiciones que fijan los bancos a la hora de dar un préstamo a las empresas, el endurecimiento es manifiesto, con un índice de difusión de 25 puntos

en el último trimestre que es mayor en pymes (25) que en grandes empresas (18), dando continuidad al endurecimiento de los tres trimestres anteriores. El endurecimiento supera al de la banca europea, ya que en este último caso su índice es de 12 puntos, la mitad del de España. Lo que explica este endurecimiento es el aumento del margen que aplican los bancos y el deterioro de la actividad económica y, en menor medida, la exigencia de más garantías y la menor tolerancia al riesgo. En el caso del préstamo para la compra de vivienda, también la banca española ha endurecido las condiciones, con un índice de difusión de 25 puntos, muy similar al de los tres trimestres anteriores y casi el doble que el de la eurozona (14,2). El endurecimiento se manifiesta sobre todo en el aumento del coste de la financiación (30 puntos), los márgenes que aplica la banca (15) y la percepción de riesgo (15). En cambio, se mantienen las condiciones relacionadas con la exigencia de garantías y se relaja la competencia.

En el primer trimestre de 2023, la diferencia entre el porcentaje de bancos que declara que han endurecido los términos y condiciones que aplican en los préstamos que conceden a empresas y los que declaran lo contrario es mayor en España que en la eurozona.

Finalmente, en el préstamo al consumo, en el último trimestre se endurecen aún más las condiciones de la financiación, con un índice de difusión de 25 que más que duplica el de la eurozona (9,6). Ese endurecimiento se manifiesta en los márgenes aplicados y la exigencia de garantías. Lo que explica el endurecimiento es la percepción de que hay más riesgo y las mayores dificultades en el acceso a fuentes de financiación. En cambio, la banca percibe que se ha relajado la competencia.

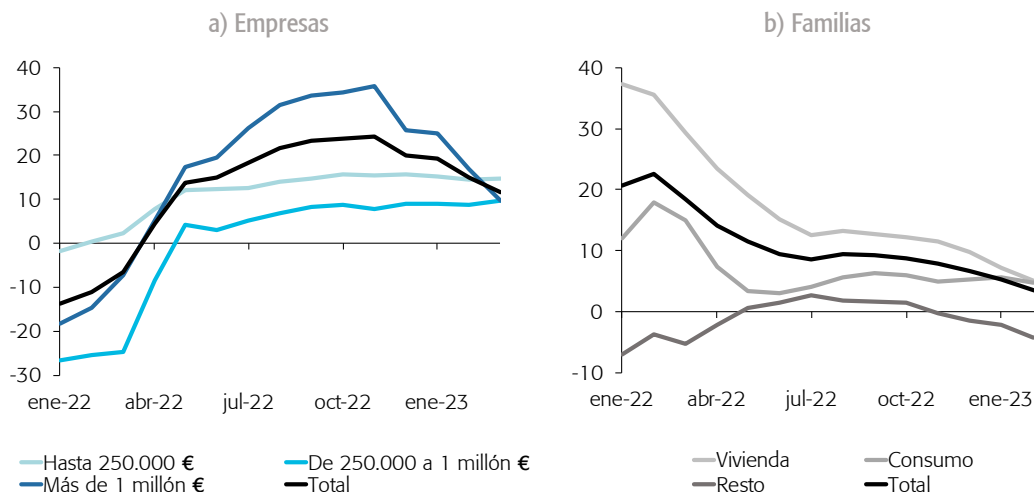
Evolución del crédito en nuevas operaciones

La evolución del nuevo crédito concedido a empresas y hogares depende tanto de factores de oferta (como los visto anteriormente en términos

Gráfico 2

Evolución del crédito a nuevas operaciones

(Tasa anual de crecimiento del crédito acumulado en los últimos 12 meses. Porcentaje)



Fuente: BCE.

de las condiciones que fija la banca a la hora de dar financiación) como de demanda. La información de la evolución del nuevo crédito muestra en las empresas una ralentización desde finales de 2022 en términos de la tasa de crecimiento anual del crédito concedido en los últimos doce meses. Así, mientras que en noviembre de 2022 ese crecimiento llegó casi al 25 % anual, en marzo de 2023 ha caído al 11,7 %. Es en las operaciones de menos de 250.000 euros donde más crece (14,8 % en marzo de 2023) y en las de más de un millón de euros donde más ha ralentizado su ritmo de crecimiento.

En el caso de las familias, el crédito a nuevas operaciones lleva un año en clara ralentización, ya que el crecimiento en tasa anual del acumulado en 12 meses ha pasado del 23 % en febrero de 2022 a solo el 2 % en marzo de 2023. El destinado a la compra de vivienda es el que más dinamismo ha perdido, pero hay que tener en cuenta que llegó a crecer a tasas cercanas al 40 % a finales de 2021, financiando un fuerte crecimiento en la compra de viviendas. Desde esas tasas tan elevadas ha ido cayendo hasta el 2 % en marzo de 2023 (llega a ser negativa si comparamos el crédito concedido en los últimos 3 meses respecto a los mismos meses del

año anterior). Sin duda, esa caída está fuertemente influenciada por la subida del euríbor (que es el de referencia en la mayor parte de las hipotecas) y por la pérdida de poder adquisitivo por la inflación. El crédito destinado al consumo, que sufrió mucho el impacto de la pandemia, se recuperó a principios de 2022. Pero desde entonces, su tasa de crecimiento se ha estabilizado en torno al 5 %, siendo el 6 % en el último dato de marzo de 2023. Para otros fines (distintos a la compra de vivienda y consumo), la última tasa de crecimiento es del -4 % que contrasta con el +23 % de un año antes.

Principales mensajes

- El hecho de que los tipos de interés de referencia hayan subido con intensidad en poco tiempo ha supuesto un aumento en el tipo de interés de los préstamos bancarios, si bien estos últimos, hasta ahora, lo han hecho en mucha menor cuantía. En paralelo, y como consecuencia sobre todo de las menores perspectivas de crecimiento, la banca percibe un mayor riesgo y aumenta su aversión, lo que se ha traducido en un endurecimiento

en las condiciones y los términos que aplica y que es de mayor intensidad en las pymes que en las grandes empresas. Estos factores de oferta, unidos a los de demanda, en un contexto de creciente inestabilidad financiera, explican la caída en los últimos meses en la tasa de crecimiento del crédito a nuevas operaciones. No obstante, el crédito nuevo a las empresas sigue en tasas elevadas (11,7 %), pero no así a las familias (2 %), siendo menor el crecimiento en el préstamo para la compra de vivienda (2 %) que al consumo (6 %).

- La información más reciente de marzo de 2023 sitúa el tipo de interés de los nuevos préstamos en España por debajo de la eurozona en el destinado a empresas, pero mayor en hogares, tanto para la compra de vivienda como al consumo.
- La subida de tipos de interés implica un empobrecimiento relativo de empresas y familias, ya que tienen que destinar una mayor parte de su renta disponible al servicio de la deuda. En 2022, las empresas destinaron el 6,9 % de su renta bruta disponible al pago de intereses, por importe de 14.356 millones de euros, siendo el peso del 0,8 % en el caso de los hogares (6.442 millones de euros). Teniendo en cuenta el saldo vivo de la deuda en 2022, supone un coste promedio del 1,5 % en las empresas y del 0,91 % en los hogares. Si asumimos que ese coste medio puede subir al menos 2 pp en 2023, supondría un aumento de los tipos de interés a pagar por parte de empresas y familias de como mínimo 33.000 millones de euros.
- La buena noticia es que tanto empresas como familias afrontan este endurecimiento en el acceso a la financiación bancaria desde una posición más cómoda que en el pasado, gracias al importante despalancamiento que han realizado. Así, la ratio deuda privada/PIB ha caído 23 pp de 2020 a 2022 (hasta el 125,1 %), siendo la reducción de mayor intensidad en las empresas (13,2 pp hasta el 72,2 %) que en las familias (9,4 pp hasta el 53 %). Los niveles actuales nada tienen que ver con los de partida con los que se afrontó la crisis financiera de 2007-2008 (193 % del PIB en diciembre de 2007 para el sector privado, de los que 111,4 pp eran de las empresas y 81,8 de las familias). Además, también ha mejorado su fortaleza financiera, ya que en relación a la renta de que disponen para hacer frente al pago de los intereses de la deuda, esa carga se ha reducido sustancialmente desde el valor máximo del 25,6 % en empresas y del 3 % en familias que llegó a alcanzar en 2011 a menos de la tercera parte (6,9 % y 0,8 %, respectivamente) en 2022.
- Si bien no es preocupante la subida de tipos de interés por los motivos señalados, hay que prestar atención a ciertos colectivos vulnerables, que son aquellos que afrontan esa subida desde una situación en la que ya destinan un elevado porcentaje de la renta a hacer frente al servicio de la deuda. En el caso de las familias, la ampliación a finales de 2022 del código de buenas prácticas para hogares con hipoteca es una medida adecuada, pero que puede ser insuficiente y que debería complementarse con subvenciones directas por parte del sector público, como ya lo han hecho algunas comunidades autónomas.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA. (2023). *Informe de Estabilidad Financiera*. Abril.
- BANCO CENTRAL EUROPEO. (2023). *Bank Lending Survey*. Mayo.
- FMI. (2023). *Global Financial Stability Report*. Abril.

Los PERTE: estado de situación y retos para movilizar los fondos *NGEU*

Ana María Domínguez y Mariola Gomariz*

Los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE) son una figura novedosa para canalizar los fondos *Next Generation EU* hacia ámbitos prioritarios para la modernización y competitividad de la economía española. Se prevé movilizar más de 40.000 millones de euros de inversión pública hacia una docena de ámbitos estratégicos. Ello supone cerca de una cuarta parte de todos los recursos que podrá recibir España del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. En este artículo se analiza el actual grado de implementación de los PERTE, así como los principales retos existentes para movilizar las ayudas e incrementar su impacto: retos asociados a los requisitos específicos de las convocatorias, al marco regulatorio y a la situación económica. Además, se perfilan algunas acciones que pueden contribuir a una canalización más amplia y efectiva de estos fondos europeos.

La relevancia de los PERTE para la canalización de un elevado volumen de fondos europeos

Los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE) son un instrumento de colaboración público-privada de reciente creación, inspirado en los Proyectos Importantes de Interés Europeo (*IPCEI*, por sus siglas en inglés). Su puesta en marcha ha venido de la mano de la implementación de los fondos europeos *Next Generation* para, entre otros objetivos, facilitar la canalización de estos recursos hacia inversiones en

ámbitos estratégicos. Así, el concepto de PERTE quedaba recogido en *Real Decreto-ley 36/2020*, en virtud del cual se aprobaron medidas urgentes para la modernización de la Administración Pública y para la ejecución del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR).

Precisamente, los PERTE contribuyen a la consecución los objetivos del Plan de Recuperación. Y, además, han de impulsar de forma destacada la generación de empleo, el crecimiento y la competitividad de la economía española. También se pone especial foco en el componente de I+D+i, en la capacidad para involucrar a las pymes y en

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

el desarrollo de esquemas de colaboración entre agentes, en los que se conjuguen conocimientos, experiencia y capacidades financieras. Se exige, asimismo, que los PERTE sean iniciativas de gran alcance, desde un punto de vista cuantitativo o cualitativo (por ejemplo, para hacer frente a un significativo riesgo financiero). Esto último es relevante para desplegar esquemas eficaces de ejecución de los fondos europeos.

Cabe recordar que España podrá recibir más de 160.000 millones de euros del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), principal instrumento de los fondos *Next Generation*. Se trata de una cuantía que, unida a los fondos que recibirá del Marco Financiero Plurianual (MFP), intensifica el reto de la absorción de los fondos europeos. No en vano, en el anterior MFP de la Unión Europea, para el periodo 2014–2020, España había canalizado, a septiembre de 2020 (a falta de tres años para completar la ejecución, en virtud del principio de $n+3$), solamente un 35 % de los fondos asignados (Darvas, 2020). Por esta razón los PERTE están llamados a desempeñar un papel clave de cara a atender el reto de absorción de los fondos europeos, y aprovechar la oportunidad que representa el MRR para financiar inversiones con elevado impacto positivo y transformador de la economía española.

El volumen de inversión pública que se destinará a la docena de PERTE declarados hasta la fecha asciende a 40.943 millones de euros¹. Este importe equivale a la cuarta parte de los fondos *Next Generation* que podrá captar España, incluyendo tanto los recursos del Plan de Recuperación como de su futura Adenda.

Los ámbitos estratégicos sobre los que se han diseñado los doce PERTE abarcan diversos sectores de actividad, susceptibles de reforzar la competitividad de la economía española. Así, se vinculan con industrias con importante peso en el PIB, como la de automoción (para el desarrollo del vehículo eléctrico y conectado) y la agroalimentaria. También con

otras, como la naval y la aeroespacial, relevantes en términos de autonomía industrial.

Adicionalmente, existen PERTE en áreas muy ligadas a la transición verde, como las energías renovables (PERTE ERHA), la economía circular y la descarbonización industrial. Igualmente, existen otros intrínsecamente relacionados con la transformación digital, como el destinado a favorecer los contenidos en español y las lenguas cooficiales dentro de la economía digital, el de digitalización del ciclo del agua, o el de desarrollo de la industria de la microelectrónica y los semiconductores. Asimismo, los PERTE comprenden ámbitos con elevado potencial para responder a retos de nuestra sociedad, en campos como la salud de vanguardia, o la economía social y de los cuidados.

Varias de las actividades económicas mencionadas, sobre las que se han planteado los PERTE, ejercen importantes efectos tractors sobre otros sectores. Así, por ejemplo, la fabricación de vehículos es considerada como de “fuerte arrastre” (reflejada en el cuadrante 4 del gráfico 1), al presentar destacados eslabonamientos hacia atrás, sobre otros sectores suministradores. Otras, como la industria agroalimentaria, son consideradas actividades “clave”, ya que conjugan importantes eslabonamientos tanto hacia delante como hacia atrás (cuadrante 2 del gráfico 1).

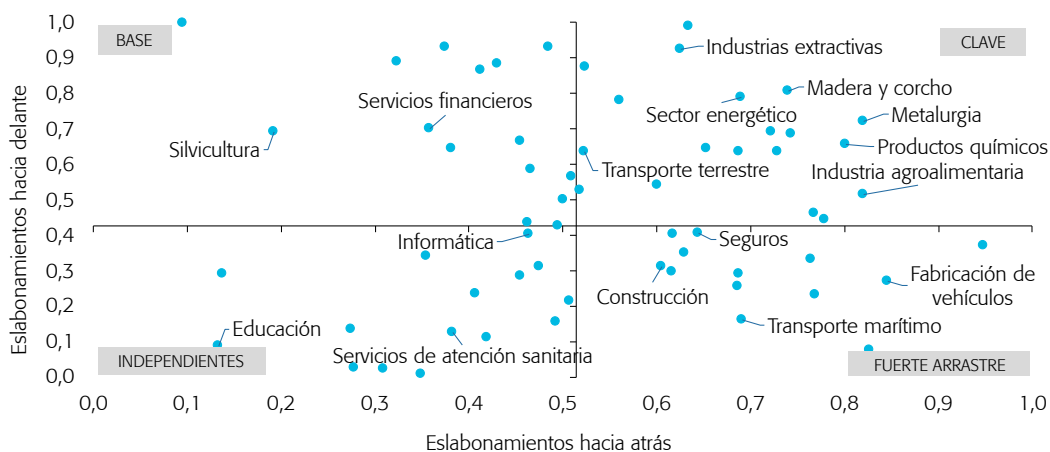
Lo anterior redunda en un mayor impacto de la inversión pública, ya que al efecto directo se suma el efecto indirecto (o arrastre) sobre otras actividades que suministran bienes y servicios a las primeras.

Con todo, el catálogo de PERTE presenta una notable heterogeneidad en cuanto a su dimensión, en términos de dotación presupuestaria (véase el cuadro 1), y la modalidad de canalización de los fondos (subvención, préstamo o licitación). Igualmente, bajo el paraguas de los PERTE pueden identificarse actuaciones tanto para proyectos individuales, como para otros integrados por varios proyectos que comparten un mismo objetivo (actuaciones integrales de la cadena de valor).

¹ Volumen de recursos recogido en el *III Informe de Ejecución del Plan de Recuperación*, presentado por el Gobierno de España en febrero de 2023, y que incorpora la dotación adicional de los PERTE prevista en el proyecto de Adenda al Plan de Recuperación, publicado en diciembre de 2022.

Gráfico 1

Clasificación de las ramas de actividad según su efecto arrastre hacia atrás y hacia delante en la economía española



Fuente: INE y AFI.

Grado de ejecución de los PERTE y principales retos identificados

A pesar de la proyección de los PERTE como instrumento para captar fondos hacia ámbitos

estratégicos, su implementación no está exenta de dificultades. De hecho, a cierre de 2022 se habían comprometido (convocatorias resueltas) en torno a 5.600 millones de euros, lo que equivale a menos de la mitad de los fondos movilizados a través de este

Cuadro 1

PERTE aprobados y volumen de inversión pública asociada

PERTE declarados	Dotación (millones de euros)
Desarrollo del vehículo eléctrico y conectado (VEC)	4.295
Salud de vanguardia	1.650
Energías renovables, hidrógeno renovable y almacenamiento (ERHA)	10.475
Agroalimentario	1.450
Nueva economía de la lengua	1.100
Economía circular	792
Industria naval	310
Aeroespacial	923
Digitalización del ciclo del agua	2.790
Microelectrónica y semiconductores (PERTE Chip)	12.250
Economía social y de los cuidados	1.808
Descarbonización industrial	3.100
Total	40.943

Nota: clasificación de los PERTE según fecha de aprobación. Incluye la dotación adicional prevista en el proyecto de Adenda al Plan de Recuperación.

Fuente: Afi, a partir de Gobierno de España (2022, 2023a, 2023b).

instrumento. Y, aunque el grado de ejecución de los PERTE es heterogéneo (véase el cuadro 2), incluso aquellos con mayor nivel de ejecución (en términos de porcentaje de recursos comprometidos sobre la dotación total del PERTE) han exhibido dificultades.

A cierre de 2022 se habían comprometido (convocatorias resueltas) en torno a 5.600 millones de euros, lo que equivale a menos de la mitad de los fondos movilizados a través de los PERTE Y, aunque el grado de ejecución es heterogéneo, incluso aquellos más avanzados han exhibido dificultades.

Una muestra de esas dificultades en la implementación de los Proyectos estratégicos viene dada por la primera convocatoria de ayudas a actuaciones integrales de la cadena industrial del vehículo eléctrico y conectado, dentro del PERTE VEC. Así, de los 2.975 millones de euros previstos en dicha convocatoria, más de 2.100 millones quedaron sin asignar.

Los principales retos que han aflorado desde la aprobación del primer PERTE, en julio de 2021, se pueden clasificar en tres grandes categorías: i) retos asociados a los requisitos específicos de las convocatorias de ayudas, ii) retos ligados al marco regulatorio, y iii), retos derivados de la situación económica y de los mercados.

En relación con los primeros, vinculados con los requisitos de las convocatorias, cabe destacar la dificultad para configurar agrupaciones de varias empresas y entidades, con una notable presencia de pymes, y que incorporen a otros agentes específicos (proveedores tecnológicos y de conocimiento). Dichas agrupaciones han de presentar proyectos “tractores”, integrados por otros proyectos primarios, que ejecuten los distintos miembros de la agrupación. A ello se suma la necesidad de que los proyectos cuenten con una implantación geográfica que se extienda a dos o más comunidades autónomas.

El cumplimiento de las mencionadas exigencias es ciertamente ambicioso, en un entorno y cultura

Cuadro 2

Grado de ejecución de los PERTE (14 de diciembre, 2022)

(Millones de euros)

PERTE declarados	Convocado o movilizado	Comprometido	Ejecutado (% comprometido sobre dotación total)
Desarrollo del vehículo eléctrico y conectado (VEC)	2.018	1.304	30
Salud de vanguardia	912	652	40
Energías renovables, hidrógeno renovable y almacenamiento (ERHA)	4.957	693	7
Agroalimentario	1.063	219	15
Nueva economía de la lengua	298	298	27
Economía circular	192	0	0
Industria naval	250	33	11
Aeroespacial	n.d.	n.d.	n.d.
Digitalización del ciclo del agua	425	125	4
Microelectrónica y semiconductores (PERTE Chip)	0	0	0
Economía social y de los cuidados	380	218	12
Descarbonización industrial	0	0	0

Fuente: Afi, a partir de Gobierno de España (2023b).

empresariales marcados por el individualismo, y en ámbitos sectoriales específicos en los que la oferta está muy concentrada y/o presenta un perfil que dificulta ese tipo de agrupaciones. Además, estas estructuras de colaboración empresarial (agrupaciones) requieren tiempo para conformarse adecuadamente y para planificar bien la distribución de tareas. Un tiempo del que no han sido provistas muchas de las convocatorias de ayudas *Next Generation*.

Los plazos de ejecución de los proyectos han de ajustarse al calendario del Reglamento del MRR. Ello conlleva que todas las actuaciones deban concluir como máximo a finales de 2026. Este horizonte temporal se antoja limitado, teniendo en cuenta, por un lado, el elevado volumen de fondos a movilizar y, por otro, la dimensión y complejidad de algunos proyectos.

En línea con lo anterior, han sido varias las convocatorias de PERTE en las que se ha tenido que ampliar el plazo de presentación de solicitudes (por ejemplo, en las primeras convocatorias ligadas a las cadenas de valor del vehículo eléctrico –ampliado el plazo hasta en tres ocasiones–, de la industria agroalimentaria y de la industria naval). A su vez, se ha observado cierta flexibilización de las condiciones exigidas a las agrupaciones. En casos como el del PERTE Agroalimentario, alternativamente a agrupaciones integradas por, al menos, una gran empresa y tres pymes, se ha permitido concurrir a cuatro pymes (siempre que dos de ellas fuesen medianas empresas). Además, para el cómputo de la presencia geográfica en un mínimo de dos comunidades autónomas, se incluían aquellas actuaciones que pudiesen ser subcontratadas. De forma similar, a efectos de verificar el requisito de que un 30 % de las ayudas afecten a pequeñas y medianas empresas, se introdujo una modificación en la primera convocatoria del PERTE VEC, para poder contabilizar también a las pymes subcontratadas para la ejecución parcial de los proyectos (impacto indirecto).

Otra limitación a la participación, sobre todo para las pymes, está relacionada con los elevados avales

exigidos, siendo identificado como uno de los obstáculos al éxito de la primera convocatoria de ayudas del PERTE VEC. No obstante, en convocatorias posteriores, como la del PERTE Agroalimentario, las cuantías de las garantías exigidas fueron menores y se limitó el carácter solidario exigido a los integrantes de las agrupaciones.

Respecto a los retos ligados al marco regulatorio, cabe hacer referencia a los plazos de ejecución de los proyectos, que han de ajustarse al calendario de hitos y objetivos recogidos en el Plan de Recuperación y, en general, al Reglamento del MRR. Ello conlleva que todas las actuaciones deban concluir como máximo a finales de 2026. Sin embargo, este horizonte temporal se antoja limitado, teniendo en cuenta, por un lado, el elevado volumen de fondos a movilizar y, por otro, la dimensión y complejidad de algunos proyectos susceptibles de acogerse a la financiación de los PERTE. Fuentes institucionales ya están planteando que se alarguen los plazos a 2027-2028, de cara a hacer más atractiva la participación de proyectos en futuras convocatorias de los PERTE. Sin embargo, el reto no es menor: cambiar este límite temporal exigiría modificar la decisión sobre recursos propios para autorizar a la Comisión Europea a emitir nueva deuda para financiar el MRR. Y su aprobación requiere unanimidad en el Consejo y ratificación por los Estados miembros.

Por otro lado, entre los requisitos de gestión de los fondos *Next Generation* se encuentra el cumplimiento del principio de no causar daño significativo al medio ambiente (*DNSH*, por sus siglas en inglés). Ello exige justificar que las actuaciones financiadas contribuyen de forma positiva a los objetivos de cambio climático. Dicha justificación afecta tanto a la Administración (gestora de los fondos) como a los beneficiarios (receptores de los fondos), y se basa en una autoevaluación que ha de ser validada por una tercera parte acreditada por la ENAC (o entidad análoga de otro Estado miembro de la UE). En este sentido, los requisitos técnicos, unidos a la falta de medios y recursos especializados, pueden generar cuellos de botella. Téngase en cuenta que el mero cumplimiento de la legislación vigente en materia medioambiental no es condición suficiente para el cumplimiento del principio de *DNSH* (Vicente, 2023).

De hecho, algunas empresas han tenido dificultades para presentar la certificación del cumplimiento de DNSH, emitida por una entidad acreditada, en algunas convocatorias en las que se ha exigido.

En otras convocatorias ha sido suficiente con aportar una declaración responsable para solicitar las ayudas, pero esto no soluciona el problema. Solo retrasa el momento de justificación y, de no poder justificarse, afectaría tanto a las empresas (necesidad de devolver el posible anticipo de fondos), como a otras entidades que cofinancien los proyectos, y a la propia ejecución de los fondos *Next Generation*.

Las empresas de menor dimensión disponen de recursos más limitados para la identificación de oportunidades derivadas de la implementación de los PERTE, así como para atender a los requisitos de carácter burocrático, técnico y otros, de cara a solicitar las ayudas y, posteriormente, dar seguimiento y justificar la ejecución de las actuaciones.

Por último, es posible identificar algunos retos derivados de la situación económica y de los mercados. En esta línea, es necesario que el mercado laboral, por el lado de la oferta, pueda ofrecer el talento necesario para el desarrollo de proyectos innovadores, en nuevos segmentos de actividad sobre los que se proyectan los PERTE, favoreciendo la incorporación de nuevas tecnologías digitales y la transición verde. Precisamente, la escasez de factor trabajo altamente cualificado podría reducir el alcance de los PERTE (Banco de España, 2022).

Una estructura de mercado y sectorial con presencia mayoritaria de empresas de reducido tamaño también introduce fricciones en la absorción de los fondos ligados a los PERTE. Las empresas de menor dimensión disponen de recursos más limitados para la identificación de oportunidades derivadas de la implementación de los PERTE, así como para atender a los requisitos de carácter burocrático, técnico y otros, de

para solicitar las ayudas y, posteriormente, dar seguimiento y justificar la ejecución de las actuaciones.

El impacto de la coyuntura económica también cabe incluirlo dentro de esta categoría de retos. El tensionamiento de las cadenas de suministro como consecuencia de la pandemia de la COVID-19, posteriormente agravado por la guerra en Ucrania, de la que también se ha derivado un incremento de la inflación y el alza en los tipos de interés para contrarrestar esta última, son algunos de los aspectos que introducen incertidumbre y tensiones en los planes de inversión de las empresas. Ello puede condicionar el alcance y calendario de ejecución de determinados proyectos empresariales, susceptibles de beneficiarse de las ayudas de los PERTE y que han de contar con financiación complementaria.

Algunas lecciones aprendidas y orientaciones para favorecer el impacto de los PERTE

La identificación de los mencionados retos en la ejecución de los PERTE permite reflexionar sobre vías para facilitar la canalización de los fondos *Next Generation*. Tanto de los pendientes de implementar y ya recogidos en el Plan de Recuperación, como de los previstos en la Adenda al Plan². Esta última tendrá una clara orientación al refuerzo de los PERTE, a cuyo fin se prevé destinar 7.700 millones de euros de fondos no reembolsables y más de 18.600 millones reembolsables.

Con la finalidad de involucrar a un mayor número de pymes en la ejecución de los PERTE, es necesario simplificar los procesos y facilitar el cumplimiento de los requisitos para otorgar las ayudas. En este sentido, cabría hacer un uso más intensivo de las tecnologías digitales, para aligerar cierta carga burocrática, y buscar la complementariedad entre las acciones desarrolladas por diferentes agentes de las cadenas de valor sectoriales (públicos y privados). Dicha complementariedad ha de buscarse sin la necesidad de crear

² La Adenda al Plan de Recuperación todavía está pendiente de ser presentada por el Gobierno de España a la Comisión Europea, en el momento de elaborar el presente artículo.

estructuras demasiado complejas desde el punto de vista de la gobernanza y la gestión de las actuaciones.

Además, de cara a velar por la eficacia en el uso de estos fondos europeos, es necesario promover mecanismos que permitan a las empresas prepararse para participar en futuras convocatorias. En este sentido, las acciones de difusión de información sobre los fondos *Next Generation*, la presentación de casos de éxito y otra información práctica, involucrando a distintos agentes socioeconómicos que forman parte del ecosistema de las pymes, es fundamental.

Asimismo, dado que en la mayoría de los casos se trata de convocatorias de ayudas de concurrencia competitiva, en las que se seleccionarán los mejores proyectos (dentro de los que superen ciertos criterios de valoración), el contar con asesoramiento de expertos facilitará los procesos a muchas pymes. Un asesoramiento que puede resultar eficaz en la fase de solicitud de las ayudas, pero también durante la ejecución de los proyectos beneficiarios, cuando han de justificarse las actuaciones realizadas, incluyendo el cumplimiento del principio de DNSH.

Por otro lado, en lo relativo a los ámbitos elegibles y la intensidad de las ayudas, que puedan hacer más atractivas futuras convocatorias de los PERTE, hay que tener en cuenta la modificación, con próxima entrada en vigor, del Régimen de ayudas de Estado y del Marco Temporal de Crisis (Comisión Europea, 2023). Este último permitirá incluir nuevos costes compatibles con el primero e incrementar la intensidad máxima de las ayudas. Asimismo, la modificación del Régimen de ayudas de Estado está previsto que permita incrementar la intensidad de algunas ayudas (categorías de ayudas exentas de notificación) y que amplifique el otorgamiento de ayudas públicas en los ámbitos de protección del medio ambiente y energía, hidrógeno verde, descarbonización, eficiencia energética y apoyo a la movilidad verde. A su vez, se incrementarán los umbrales a partir de los cuales es necesario solicitar autorización por parte de los Estados miembros a la Comisión Europea para las ayudas al medio ambiente y proyectos de investigación.

Por último, además de las evaluaciones *ex ante*, realizadas con carácter previo a la publicación de las convocatorias de ayudas de los PERTE, es importante llevar a cabo un buen seguimiento y evaluación *ex post* de las actuaciones. Ello permitirá, entre otras cosas, adecuar la orientación de las ayudas públicas, validar la idoneidad del instrumento (PERTE) y tomar futuras decisiones de política económica que permitan maximizar el impacto de los recursos destinados a impulsar la modernización y competitividad de la economía española.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2022). Heterogeneidad en el impacto del programa de incentivos a la adquisición de vehículos eléctricos en España. *Artículos analíticos. Boletín económico 4/2022*.
- CEOE (2022). Informe de seguimiento de los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE).
- COMISIÓN EUROPEA (2023). Approval of the content of a draft for a Commission Regulation amending Regulation (EU) No 651/2014 declaring certain categories of aid compatible with the internal market in application of Articles 107 and 108 of the Treaty and Regulation (EU) 2022/2473 declaring certain categories of aid to undertakings active in the production, processing and marketing of fishery and aquaculture products compatible with the internal market in application of Articles 107 and 108 of the Treaty. C(2023) 1712 final.
- DARVAS, Z. (2020). Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding? *Bruegel Blog*, 24 sept.
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2022, 2023a). Memorias descriptivas, presentaciones y otros documentos sobre los PERTE.
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2023b). III Informe de Ejecución del Plan de Recuperación. Febrero 2023.
- VICENTE, F. (2023). *El cumplimiento del principio de no causar perjuicio significativo al medio ambiente (DNSH) como condicionante para la recepción de los fondos Next Generation*. Fundación Democracia y Gobierno Local.

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	4,4	-0,7	4,6	4,7	4,6	14,4	7,9	3,1	2,4	
2023	1,5	0,7	2,2	2,6	2,6	2,7	2,8	2,5	1,4	0,2	
2024	1,4	1,0	0,7	2,3	1,7	3,0	2,4	2,0	1,2	0,2	
2021	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	-0,4	0,1	-0,4	3,6	0,7	6,5	2,9	1,3	-1,0
2022	II	2,5	2,6	-0,8	3,2	7,8	-1,1	4,8	2,3	1,5	1,0
	III	0,4	1,9	1,7	-0,5	-1,0	0,0	0,4	3,0	1,3	-0,9
	IV	0,4	-1,6	2,0	-3,7	-2,6	-4,9	-1,0	-4,3	-0,7	1,1
2023	I	0,5	-1,3	-1,6	1,9	1,0	2,9	5,8	3,1	-0,8	1,3
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	1.327	57,0	20,5	20,1	10,3	9,7	41,6	40,1	98,6	1,4	
2023	1.412	56,3	20,3	20,1	10,4	9,8	42,2	39,9	97,7	2,3	
2024	1.478	56,1	20,1	20,3	10,5	9,9	42,8	40,2	97,5	2,5	

* Datos corregidos de estación y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB

Nivel 2015=100

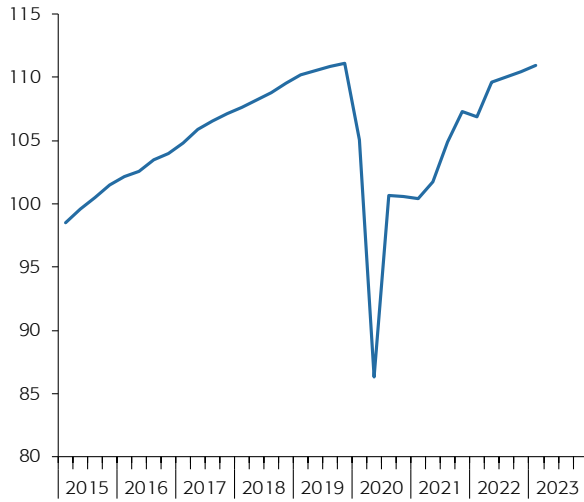


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB

Puntos porcentuales

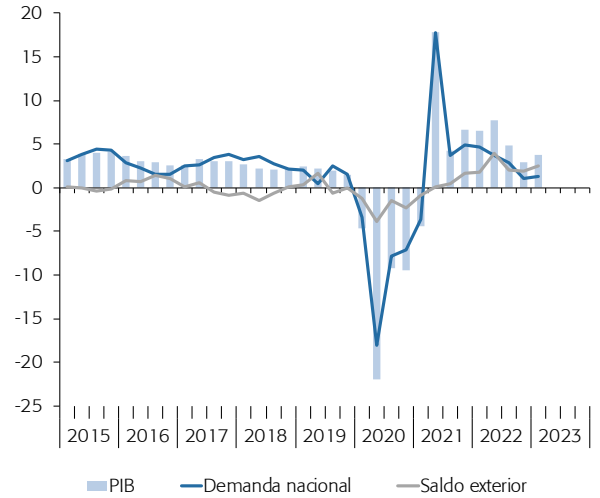


Gráfico 1.3.- Consumo final

Nivel 2015=100

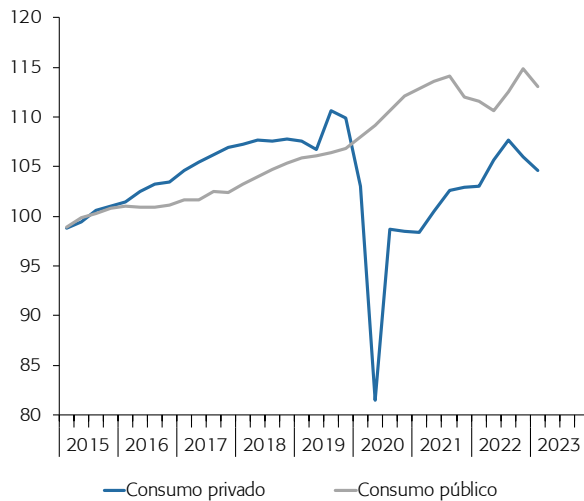
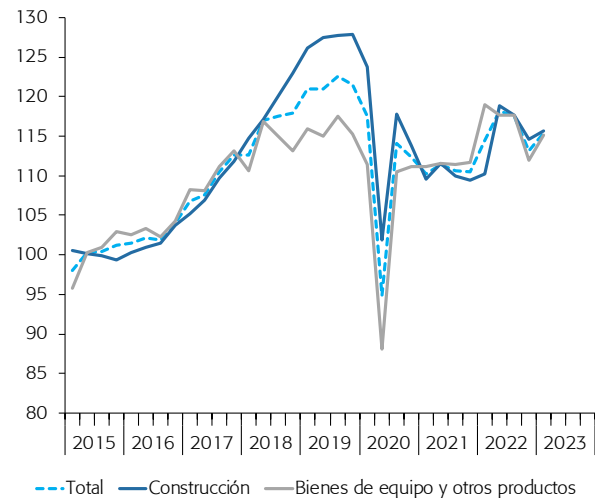


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo

Nivel 2015=100



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	-1,1	3,0	3,8	4,1	6,5	-1,4	9,2	4,6	
2021	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
	I	6,2	4,2	2,4	4,4	0,3	7,6	-2,8	11,5	8,9
2022	II	7,9	-3,1	4,9	6,0	5,5	9,1	-2,5	13,3	6,4
	III	5,0	-2,7	3,8	3,3	5,9	5,5	-1,4	7,8	3,6
	IV	3,2	-2,4	0,8	1,7	4,8	3,9	1,0	4,8	0,0
	I	4,0	3,7	3,6	5,0	5,8	4,0	1,0	5,0	1,6
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales										
2021	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
	I	-0,5	-1,4	-2,1	-1,9	1,6	-0,2	-1,7	0,2	0,8
2022	II	2,7	-5,9	2,4	2,2	3,1	3,1	0,4	3,9	1,0
	III	0,5	0,8	0,3	0,9	0,3	0,5	0,3	0,6	-0,9
	IV	0,5	4,4	0,3	0,5	-0,2	0,5	1,9	0,0	-0,9
	I	0,3	4,8	0,6	1,2	2,5	-0,1	-1,7	0,4	2,4
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios básicos								
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	
2022	1.207	2,6	17,6	12,8	5,2	74,5	17,7	56,8	10,0	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector

Nivel 2015=100

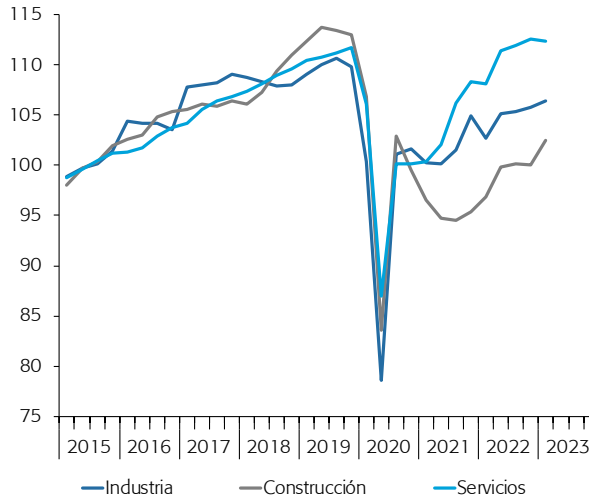


Gráfico 2.2.- VAB, industria

Nivel 2015=100

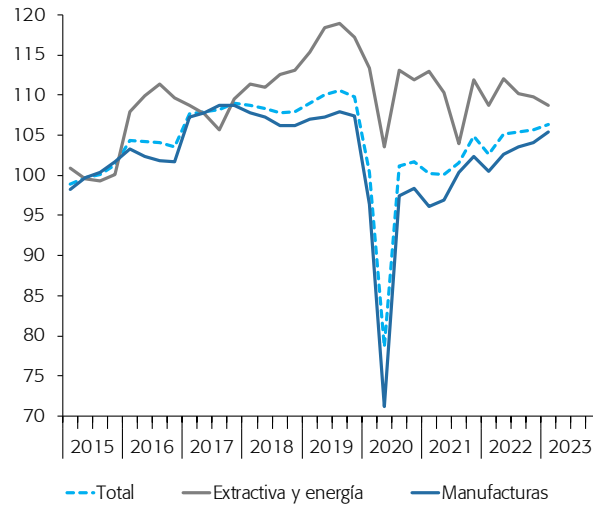


Gráfico 2.3.- VAB, servicios

Nivel 2015=100

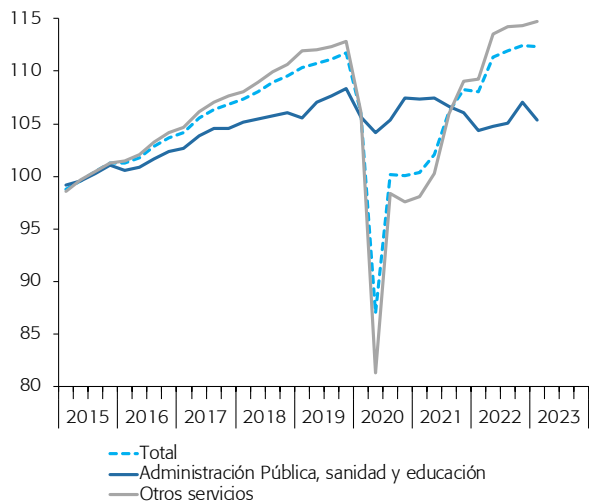
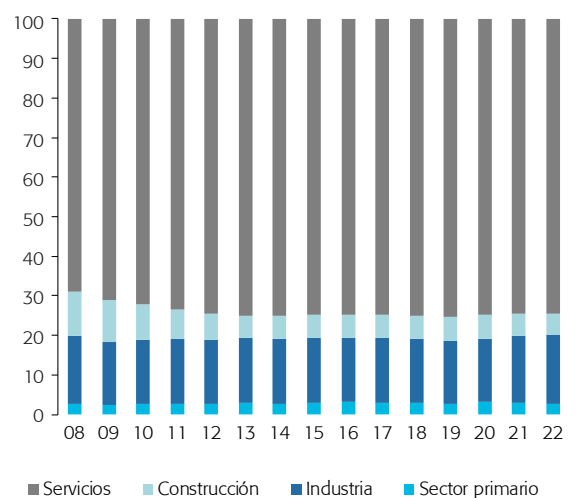


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial

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	110,1	
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	101,3	102,7	110,7	92,8	107,1	115,5	93,5	
2023	110,9	116,3	95,3	112,1	117,6	99,6	--	--	--	--	--	--	
2024	112,4	117,4	95,8	115,9	121,0	99,2	--	--	--	--	--	--	
2021	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	106,9	113,7	94,0	106,3	113,1	102,1	100,5	107,9	93,1	102,4	110,0	92,3
	II	109,6	114,7	95,5	107,3	112,3	101,0	102,7	111,9	91,8	105,7	115,2	94,7
	III	110,0	115,9	94,9	109,0	114,9	101,9	103,6	111,0	93,4	110,4	118,3	95,0
	IV	110,4	116,1	95,1	110,6	116,2	100,1	104,1	112,2	92,9	109,8	118,3	92,0
2023	I	110,9	116,3	95,4	110,1	115,4	98,1	105,4	111,9	94,2	104,6	111,0	85,2
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	6,6
2021		5,5	6,6	-1,0	-0,7	0,3	-1,9	8,9	1,9	6,9	0,4	-6,1	-9,5
2022		5,5	3,8	1,6	2,0	0,4	-3,7	3,8	2,8	1,0	1,3	0,3	-6,2
2023		1,5	1,1	0,5	3,5	3,0	-1,7	--	--	--	--	--	--
2024		1,4	0,9	0,5	3,4	2,9	-0,4	--	--	--	--	--	--
2021	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	6,5	5,2	1,2	-0,1	-1,2	-4,7	4,4	2,1	2,3	0,1	-2,1	-6,3
	II	7,7	5,1	2,5	1,8	-0,7	-4,6	6,0	3,7	2,2	0,5	-1,6	-7,7
	III	4,8	2,8	1,9	2,3	0,4	-3,8	3,3	3,4	-0,1	0,8	0,9	-5,7
	IV	2,9	2,0	0,9	4,0	3,1	-1,9	1,7	1,9	-0,2	3,8	3,9	-5,1
2023	I	3,8	2,3	1,5	3,6	2,0	-3,9	5,0	3,7	1,2	2,1	0,8	-7,8

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

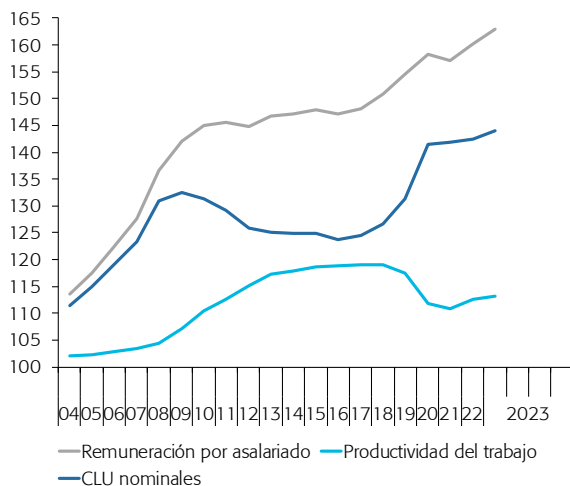
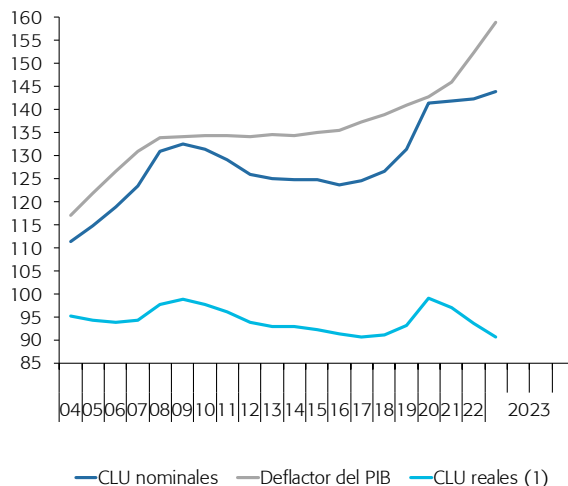


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados por el deflactor industrial.

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

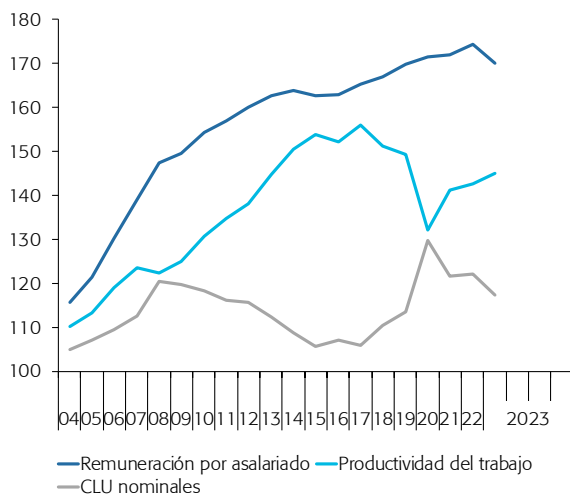
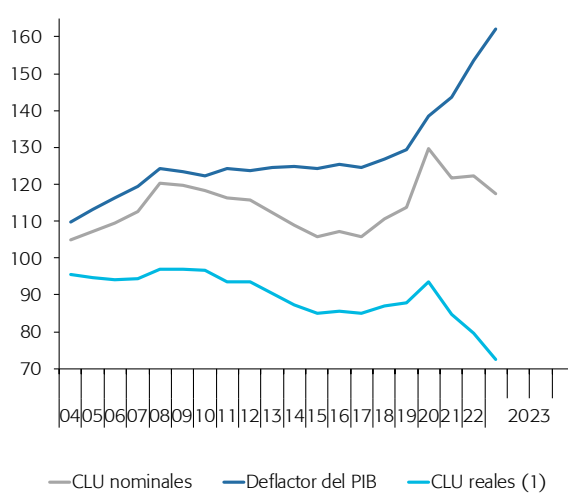


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: renta nacional y su distribución

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
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	1.327,1	622,7	572,8	1.316,2	1.029,3	286,9	279,1	46,9	43,2	21,6	21,0	0,6	1,5
2023	1.411,9	652,0	606,7	1.398,4	1.081,9	316,5	297,0	46,2	43,0	22,4	21,0	1,4	1,9
2024	1.478,1	681,3	631,2	1.461,3	1.127,4	333,9	313,5	46,1	42,7	22,6	21,2	1,4	1,7
2021 II	1.157,6	568,8	473,9	1.149,0	906,7	242,4	237,0	49,1	40,9	20,9	20,5	0,5	1,3
III	1.176,1	577,0	477,9	1.168,1	919,8	248,3	240,9	49,1	40,6	21,1	20,5	0,6	1,7
IV	1.206,8	585,0	496,3	1.200,4	937,4	263,0	251,5	48,5	41,1	21,8	20,8	1,0	1,9
2022 I	1.236,8	593,7	511,2	1.232,8	958,4	274,4	258,8	48,0	41,3	22,2	20,9	1,3	1,5
II	1.272,4	604,7	531,0	1.264,0	982,5	281,5	267,0	47,5	41,7	22,1	21,0	1,1	1,5
III	1.301,0	612,9	549,7	1.292,8	1.008,1	284,7	273,4	47,1	42,3	21,9	21,0	0,9	1,4
IV	1.327,1	622,7	572,8	1.316,2	1.029,3	286,9	279,1	46,9	43,2	21,6	21,0	0,6	1,5
2023 I	1.359,6	632,2	593,9	--	1.044,6	--	279,9	46,5	43,7	--	20,6	--	--
	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	10,0	6,5	15,4	9,6	9,8	9,0	11,0	-1,5	2,0	-0,2	0,2	-0,4	-0,4
2023	6,4	4,7	5,9	6,2	5,1	10,3	6,4	-0,7	-0,2	0,8	0,0	0,8	0,4
2024	4,7	4,5	4,0	4,5	4,2	5,5	5,5	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	-0,2
2021 II	-1,0	0,6	-4,0	-0,9	0,0	-4,2	-1,8	0,8	-1,3	-0,7	-0,2	-0,5	-0,5
III	2,8	3,0	-0,4	3,0	3,4	1,5	2,3	0,1	-1,3	-0,3	-0,1	-0,2	0,6
IV	7,9	5,3	7,8	8,3	7,3	12,0	10,3	-1,2	-0,1	0,8	0,4	0,3	0,8
2022 I	11,4	7,3	12,1	12,1	10,2	19,7	14,1	-1,8	0,3	1,5	0,5	1,0	0,4
II	9,9	6,3	12,0	10,0	8,4	16,2	12,6	-1,6	0,8	1,2	0,5	0,7	0,3
III	10,6	6,2	15,0	10,7	9,6	14,7	13,5	-1,9	1,6	0,8	0,5	0,2	-0,3
IV	10,0	6,5	15,4	9,6	9,8	9,1	11,0	-1,5	2,0	-0,2	0,2	-0,4	-0,4
2023 I	9,9	6,5	16,2	--	9,0	--	8,1	-1,5	2,3	--	-0,3	--	--

(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

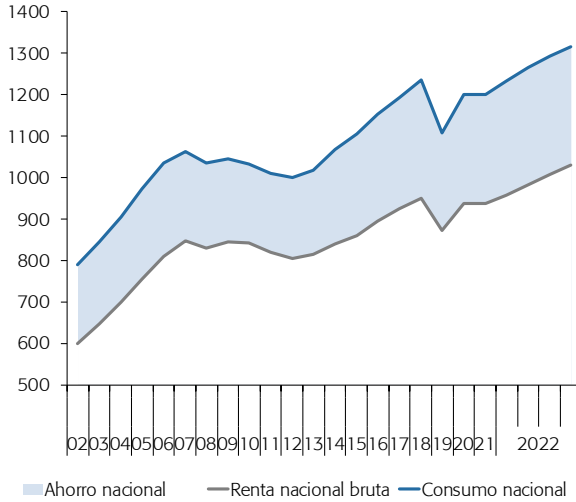


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

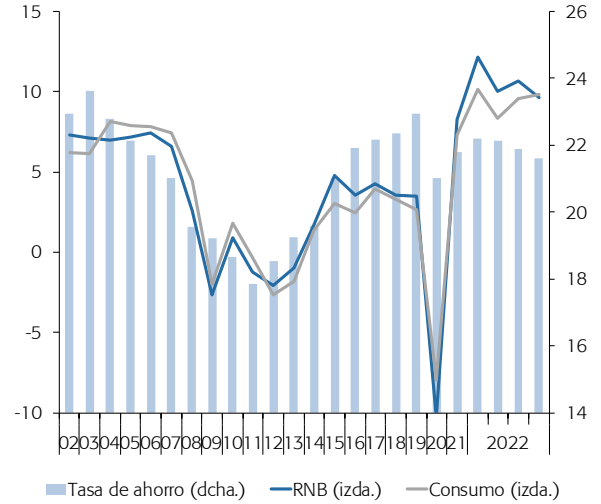


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta
Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

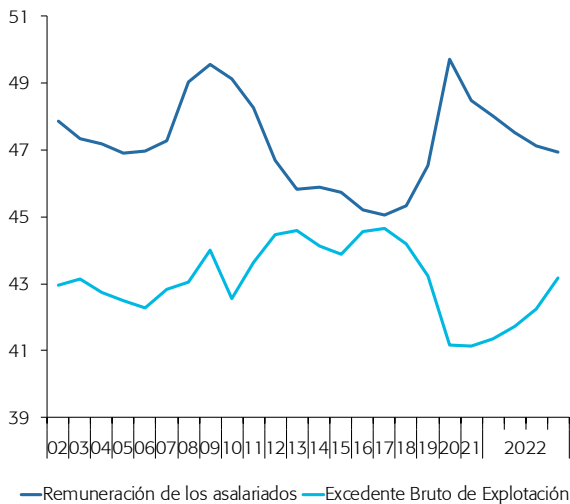
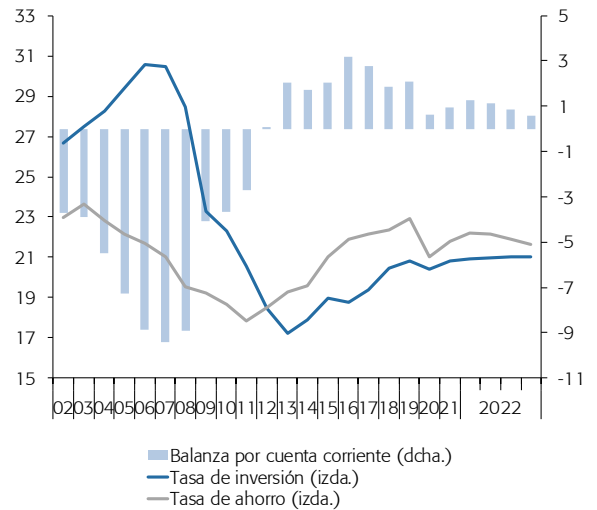


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente
Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

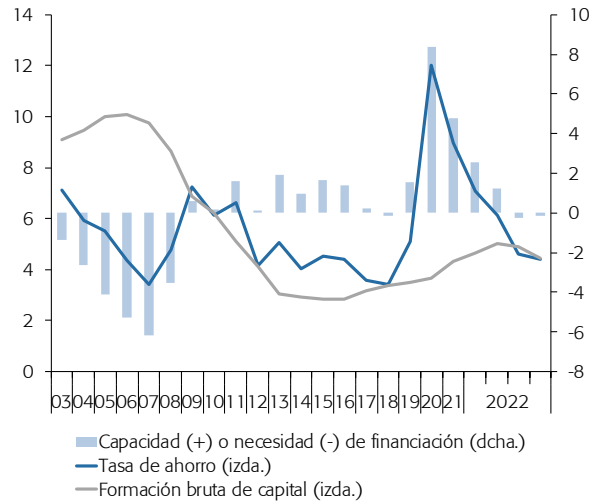
Previsiones en azul

	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	817,5	756,9	58,5	59,3	7,2	4,5	-0,1	294,1	209,1	171,4	15,8	12,9	3,4
2023	853,8	794,7	56,8	54,5	6,7	3,9	0,2	320,6	221,3	189,3	15,7	13,4	2,5
2024	889,4	829,8	57,4	48,0	6,5	3,2	0,6	337,1	242,7	210,0	16,4	14,2	2,4
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	794,5	704,3	87,7	57,4	11,0	4,6	2,6	248,8	174,5	160,3	14,1	12,9	1,8
II	805,5	725,6	77,8	63,9	9,7	5,0	1,2	261,2	178,4	160,3	14,0	12,6	2,1
III	808,6	746,2	60,1	63,9	7,4	4,9	-0,2	277,1	192,7	168,1	14,8	12,9	2,5
IV	817,5	756,9	58,5	59,3	7,2	4,5	-0,1	294,1	209,1	171,4	15,8	12,9	3,4
	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	3,6	11,5	-46,0	13,7	-6,6	0,1	-4,9	24,3	28,2	6,3	2,2	-0,4	2,6
2023	4,4	5,0	-2,8	-8,0	-0,5	-0,6	0,3	9,0	5,8	10,4	-0,1	0,5	-0,9
2024	4,2	4,4	0,9	-12,0	-0,2	-0,6	0,5	5,2	9,7	11,0	0,7	0,8	-0,1
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	-39,2	33,6	-7,8	0,8	-6,6	18,0	19,3	7,3	0,9	-0,5	1,6
II	3,7	11,5	-36,2	44,0	-6,1	1,2	-5,4	17,1	16,8	2,5	0,8	-0,9	2,0
III	3,7	13,1	-48,9	40,2	-7,6	1,0	-6,4	23,7	23,8	8,1	1,6	-0,3	2,0
IV	3,6	11,5	-46,0	13,7	-6,6	0,1	-4,9	24,3	28,2	6,3	2,2	-0,4	2,6

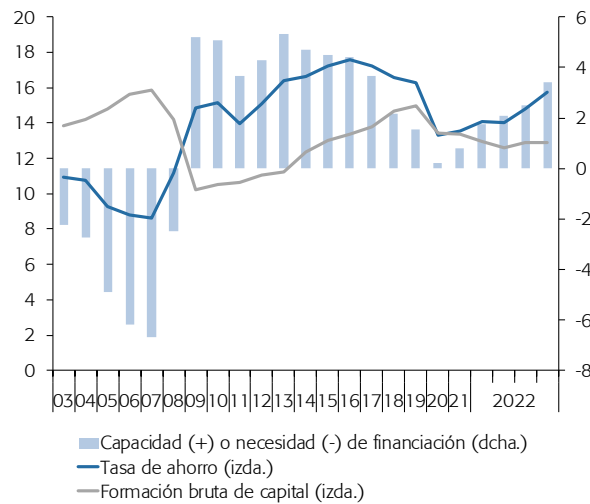
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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

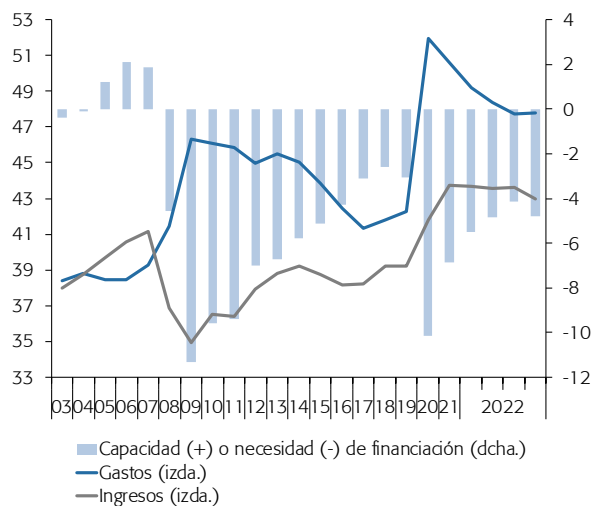
Previsiones en azul

	Ingresos no financieros					Gastos no financieros							Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación
	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
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
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
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
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
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
2022	160,2	164,6	180,0	65,8	570,5	153,8	78,7	31,6	266,9	52,6	50,7	634,3	-63,8
2023	171,3	173,2	186,9	63,6	595,0	160,7	85,3	36,6	284,5	54,2	37,6	658,9	-63,9
2024	180,7	180,7	195,2	62,8	619,5	165,6	90,4	40,5	298,2	55,9	32,4	683,1	-63,6
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
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
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
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
2022 I	153,2	147,2	173,3	66,4	540,0	148,8	73,4	26,3	262,9	55,6	40,9	608,1	-68,0
II	158,1	151,9	175,7	68,2	553,9	149,7	74,7	28,0	263,4	57,3	42,6	615,7	-61,8
III	161,4	160,4	177,5	67,8	567,1	151,1	76,8	29,4	265,3	53,0	45,6	621,0	-53,9
IV	160,2	164,6	180,0	65,8	570,5	153,8	78,7	31,6	266,9	52,6	50,7	634,3	-63,8
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
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
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
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
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
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
2022	12,1	12,4	13,6	5,0	43,0	11,6	5,9	2,4	20,1	4,0	3,8	47,8	-4,8
2023	12,1	12,3	13,2	4,5	42,1	11,4	6,0	2,6	20,1	3,8	2,7	46,7	-4,5
2024	12,2	12,2	13,2	4,2	41,9	11,2	6,1	2,7	20,2	3,8	2,2	46,2	-4,3
2021 I	11,4	11,4	14,8	4,7	42,3	12,8	6,1	2,3	24,1	4,2	3,9	53,4	-11,1
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
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
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
2022 I	12,4	11,9	14,0	5,4	43,7	12,0	5,9	2,1	21,3	4,5	3,3	49,2	-5,5
II	12,4	11,9	13,8	5,4	43,5	11,8	5,9	2,2	20,7	4,5	3,3	48,4	-4,9
III	12,4	12,3	13,6	5,2	43,6	11,6	5,9	2,3	20,4	4,1	3,5	47,7	-4,1
IV	12,1	12,4	13,6	5,0	43,0	11,6	5,9	2,4	20,1	4,0	3,8	47,8	-4,8

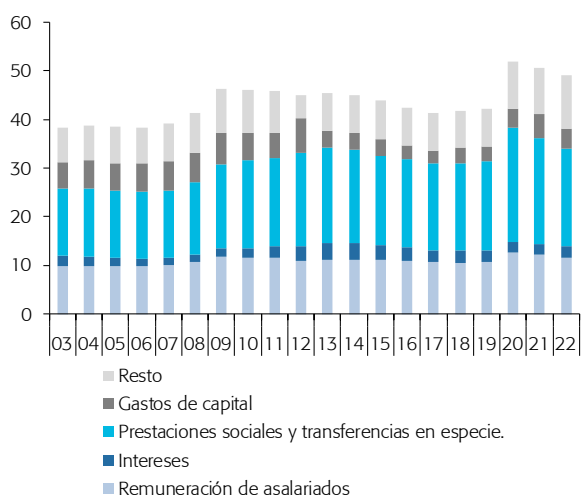
Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**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

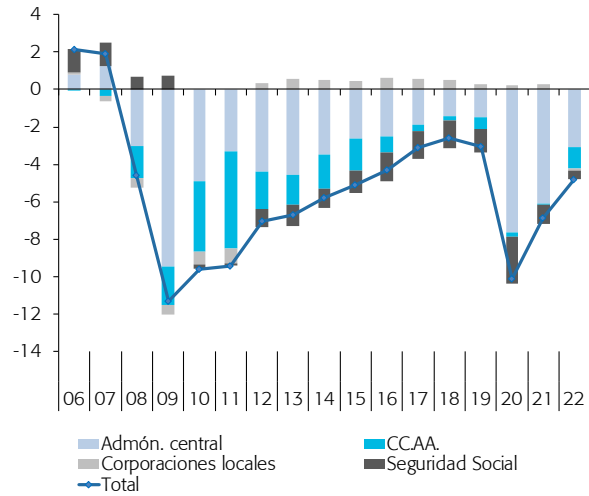
Previsiones en azul

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación					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	-28,0	-9,5	7,0	-17,4	-47,9	1.008,9	277,0	32,2	17,2	1.145,1	
2017	-22,0	-4,2	6,7	-16,8	-36,2	1.049,8	288,1	29,0	27,4	1.183,4	
2018	-17,0	-3,3	6,3	-17,3	-31,2	1.082,8	293,4	25,8	41,2	1.208,9	
2019	-18,8	-7,3	3,8	-15,9	-38,1	1.095,8	295,1	23,2	55,0	1.223,4	
2020	-85,7	-2,0	2,8	-28,3	-113,2	1.206,6	304,0	22,0	85,4	1.345,8	
2021	-73,7	-0,6	3,5	-12,0	-82,9	1.280,0	312,6	22,1	97,2	1.427,2	
2022	-41,1	-15,1	-1,6	-6,0	-63,8	1.358,8	316,9	23,0	106,2	1.502,5	
2023	--	--	--	--	-63,9	--	--	--	--	1.566,9	
2024	--	--	--	--	-63,6	--	--	--	--	1.631,0	
2021	I	-95,6	-3,0	3,1	-28,2	-123,7	1.247,8	307,7	22,1	85,4	1.393,1
	II	-74,8	-3,1	3,8	-22,1	-96,3	1.273,4	312,0	22,7	91,9	1.424,7
	III	-85,4	4,7	3,6	-13,6	-90,7	1.281,4	312,3	22,3	91,9	1.432,3
	IV	-73,7	-0,6	3,5	-12,0	-82,9	1.280,0	312,6	22,1	97,2	1.427,2
2022	I	-63,0	3,3	2,9	-11,2	-68,0	1.306,6	309,7	22,4	99,2	1.453,8
	II	-59,9	-0,2	2,3	-4,1	-61,8	1.325,7	316,7	22,8	99,2	1.475,0
	III	-32,5	-14,5	-1,5	-5,4	-53,9	1.359,0	314,8	22,3	99,2	1.503,8
	IV	-41,1	-15,1	-1,6	-6,0	-63,8	1.358,8	316,9	23,0	106,2	1.502,5
		Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
2016	-2,5	-0,9	0,6	-1,6	-4,3	90,5	24,9	2,9	1,5	102,7	
2017	-1,9	-0,4	0,6	-1,4	-3,1	90,3	24,8	2,5	2,4	101,8	
2018	-1,4	-0,3	0,5	-1,4	-2,6	89,9	24,4	2,1	3,4	100,4	
2019	-1,5	-0,6	0,3	-1,3	-3,1	88,0	23,7	1,9	4,4	98,2	
2020	-7,7	-0,2	0,2	-2,5	-10,1	107,9	27,2	2,0	7,6	120,4	
2021	-6,1	-0,1	0,3	-1,0	-6,9	106,1	25,9	1,8	8,1	118,3	
2022	-3,1	-1,1	-0,1	-0,5	-4,8	102,4	23,9	1,7	8,0	113,2	
2023	--	--	--	--	-4,5	--	--	--	--	111,0	
2024	--	--	--	--	-4,3	--	--	--	--	110,3	
2021	I	-8,6	-0,3	0,3	-2,5	-11,1	112,4	27,7	2,0	7,7	125,5
	II	-6,5	-0,3	0,3	-1,9	-8,3	110,0	27,0	2,0	7,9	123,1
	III	-7,3	0,4	0,3	-1,2	-7,7	108,9	26,6	1,9	7,8	121,8
	IV	-6,1	-0,1	0,3	-1,0	-6,9	106,1	25,9	1,8	8,1	118,3
2022	I	-5,1	0,3	0,2	-0,9	-5,5	105,6	25,0	1,8	8,0	117,5
	II	-4,7	0,0	0,2	-0,3	-4,9	104,2	24,9	1,8	7,8	115,9
	III	-2,5	-1,1	-0,1	-0,4	-4,1	104,5	24,2	1,7	7,6	115,6
	IV	-3,1	-1,1	-0,1	-0,5	-4,8	102,4	23,9	1,7	8,0	113,2

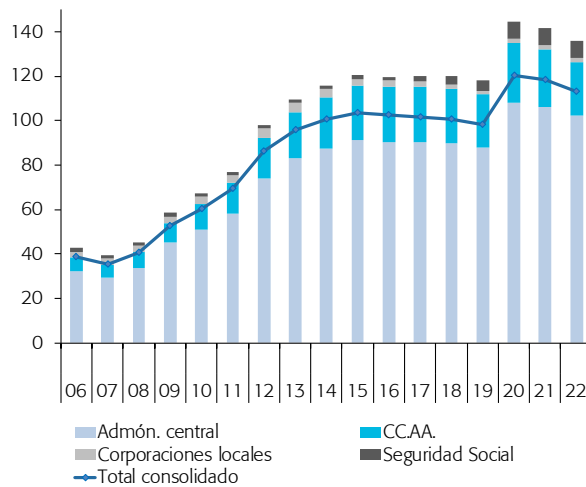
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

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	34,9	13,5	23,1	
2022	39,9	23,4	--	20,4	--	3,0	--	58,6	51,1	12,9	29,7	11,9	19,3	
2023	40,1	23,5	--	20,6	--	2,9	--	58,6	51,4	12,3	--	--	--	
2024	40,2	23,6	--	20,8	--	2,8	--	58,6	51,7	11,9	--	--	--	
2021	II	39,6	23,2	23,2	19,7	19,6	3,5	3,6	58,5	49,5	15,4	38,8	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	31,3	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	31,1	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	29,7	12,5	21,3
	II	39,8	23,4	23,4	20,5	20,4	2,9	3,0	58,6	51,2	12,6	29,1	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	30,5	11,8	18,4
	IV	40,1	23,5	23,5	20,5	20,4	3,0	3,0	58,5	50,9	13,0	29,5	11,9	18,6
2023	I	40,3	23,6	23,7	20,5	20,7	3,1	3,0	58,9	51,3	12,8	29,7	12,1	19,9
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	--	-23,5	--	-0,7	2,3	-4,8	-9,5	-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	--	1,0	--	-2,9	--	0,0	0,3	-0,4	--	--	--	
2021	II	0,2	5,6	5,7	5,7	5,7	5,2	5,3	3,0	2,6	0,0	-1,2	0,1	-1,2
	III	0,1	2,4	2,3	4,5	4,5	-8,2	-8,4	1,3	2,1	-1,7	-9,5	-1,3	-3,9
	IV	0,2	1,0	1,0	4,3	4,4	-16,6	-16,4	0,5	2,0	-2,8	-9,2	-2,3	-5,7
2022	I	0,3	1,7	1,7	4,6	4,5	-13,1	-13,4	0,8	2,0	-2,3	-8,3	-2,0	-4,9
	II	0,5	0,7	0,7	4,0	4,0	-17,6	-17,2	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	-0,8	-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	-1,6	-0,2	-2,2
2023	I	1,3	1,4	1,4	1,8	1,8	-1,5	-1,7	0,0	0,3	-0,4	-0,1	-0,3	-1,4

(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

Cientos de personas y porcentaje de la población activa

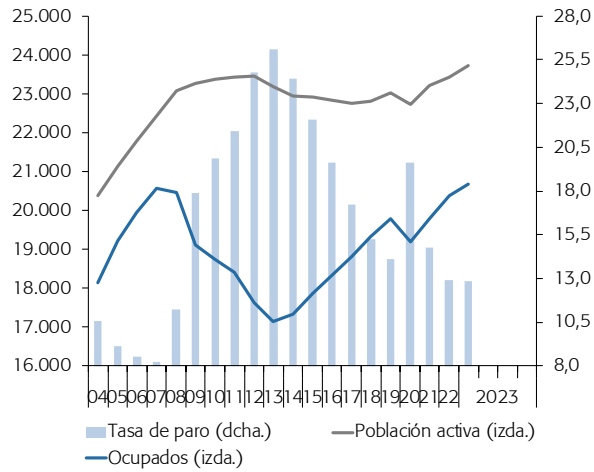
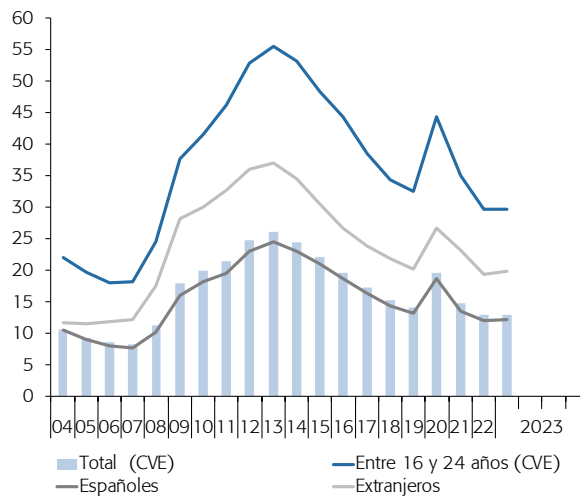


Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo

Porcentaje



Cuadro 9

Índice de precios al consumo

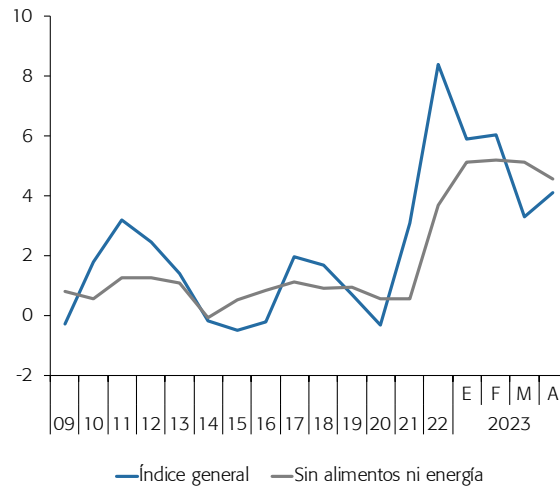
Previsiones en azul

	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										
2017	95,0	97,0	96,8	98,9	95,9	96,0	89,6	87,1	93,8	
2018	96,6	97,9	97,7	98,9	97,3	96,9	92,4	92,4	95,5	
2019	97,3	98,9	98,5	99,2	98,7	97,5	94,2	91,3	96,3	
2020	97,0	99,4	99,2	99,4	99,4	98,7	97,7	82,5	98,4	
2021	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2022	108,4	103,7	105,2	104,2	103,3	110,6	110,9	127,9	110,7	
2023	112,7	108,7	112,1	109,6	107,9	125,5	122,0	106,5	124,3	
2024	116,6	111,6	115,8	112,2	111,0	132,1	128,6	110,6	130,9	
Tasas de crecimiento interanual										
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	4,0	4,8	6,6	5,2	4,4	13,5	10,0	-16,7	12,3	
2024	3,4	2,7	3,2	2,3	2,9	5,2	5,4	3,8	5,3	
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	3,3	5,1	7,5	5,9	4,4	16,5	13,6	-25,6	15,5
	Abr	4,1	4,6	6,6	4,8	4,3	14,2	8,8	-15,6	12,4
	May	3,5	4,5	6,4	4,6	4,3	13,5	9,7	-19,1	12,2
	Jun	2,2	4,4	6,3	4,6	4,2	13,2	7,9	-26,1	11,3
	Jul	2,5	5,1	6,7	5,2	4,6	12,9	8,4	-26,1	11,4
	Ago	2,9	5,4	7,0	5,5	4,9	13,0	9,0	-25,4	11,7
	Sep	3,8	5,1	6,8	5,3	4,7	13,2	9,8	-19,5	12,1
	Oct	4,2	4,6	6,3	4,7	4,4	12,7	9,3	-12,7	11,4
	Nov	4,8	4,3	5,8	4,3	4,3	11,4	10,4	-6,5	11,0
	Dic	5,2	4,3	5,3	4,2	4,3	9,3	9,7	1,3	9,4
2024	Ene	4,9	3,7	4,8	3,3	3,9	9,0	10,9	1,9	9,5
	Feb	4,2	3,6	4,4	3,0	3,9	7,7	8,7	-0,9	8,0
	Mar	4,2	3,4	4,2	3,0	3,6	7,2	6,4	2,5	6,9
	Abr	4,1	3,1	3,9	3,0	3,1	6,8	7,5	4,3	7,0
	May	4,1	2,9	3,6	2,8	3,0	6,2	6,7	6,7	6,4
	Jun	3,9	2,7	3,3	2,5	2,8	5,7	6,0	7,5	5,8
	Jul	3,5	2,5	3,0	2,3	2,6	5,0	5,3	7,2	5,0
	Ago	3,2	2,3	2,7	2,0	2,4	4,2	4,5	6,5	4,3
	Sep	2,9	2,2	2,5	1,8	2,4	3,5	3,8	5,7	3,6
	Oct	2,5	2,2	2,3	1,6	2,4	3,1	3,2	4,0	3,1
	Nov	2,1	2,1	2,2	1,5	2,4	2,7	1,9	1,8	2,4
	Dic	1,8	2,1	2,1	1,3	2,4	2,2	0,9	-0,5	1,8

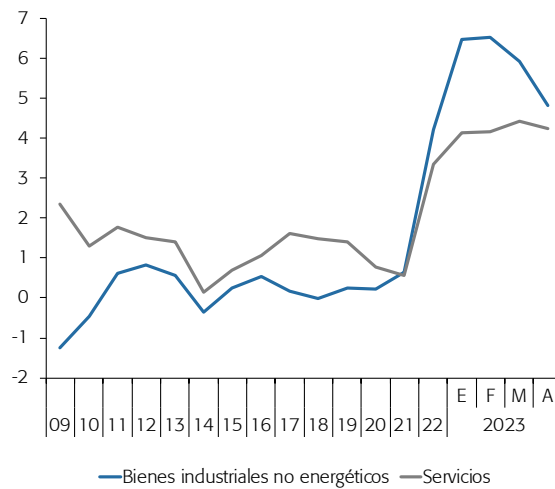
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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	112,7	157,7	125,4	94,7	84,7	57,0	160,4	158,4	166,5	175,7	--
2023 (b)	117,6	152,9	130,5	--	--	--	--	--	--	--	--
2021 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	110,8	147,1	119,6	92,7	84,3	58,3	154,2	150,3	166,2	165,5	--
II	111,2	158,7	126,4	94,5	84,6	58,4	162,3	161,3	165,3	172,8	--
III	112,7	165,4	127,4	96,2	84,6	53,9	155,7	152,2	166,5	178,3	--
IV	116,1	159,6	128,3	95,4	85,1	57,4	169,4	169,9	167,9	186,2	--
2023 I	117,6	154,0	130,5	--	--	--	--	--	--	--	--
II (b)	--	149,5	130,6	--	--	--	--	--	--	--	--
2023 Feb	--	156,5	130,5	--	--	--	--	--	--	--	--
Mar	--	152,5	130,8	--	--	--	--	--	--	--	--
Abr	--	149,5	130,6	--	--	--	--	--	--	--	--
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	4,3	35,5	13,6	7,4	5,0	5,0	4,2	4,6	3,1	2,0	2,8
2023 (d)	6,2	2,3	7,8	--	--	--	--	--	--	--	3,1
2021 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	3,6	41,5	12,7	8,5	6,7	19,1	4,7	5,2	3,4	1,3	2,4
II	4,1	43,9	15,4	8,0	5,5	0,2	3,8	4,3	2,2	1,2	2,5
III	4,3	40,0	14,3	7,6	4,7	2,9	4,0	4,1	3,9	1,8	2,6
IV	5,1	20,0	12,2	5,5	3,3	-0,1	4,2	4,7	2,8	3,7	2,8
2023 I	6,2	4,7	9,0	--	--	--	--	--	--	--	3,1
II (e)	--	-5,8	3,3	--	--	--	--	--	--	--	3,1
2023 Feb	--	8,0	9,5	--	--	--	--	--	--	--	2,9
Mar	--	-1,4	7,3	--	--	--	--	--	--	--	3,1
Abr	--	-4,5	4,2	--	--	--	--	--	--	--	3,1

(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
Índices (2007=100)

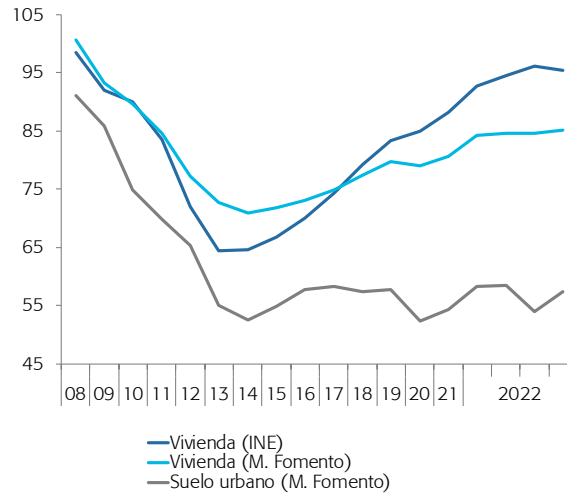


Gráfico 10.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

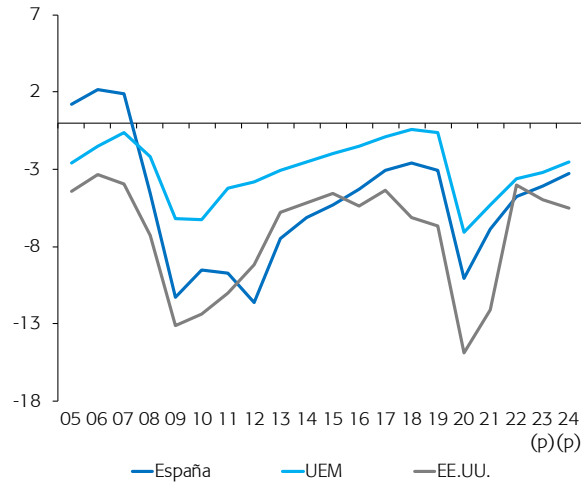
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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									
2009	-120,6	-578,8	-1.896,6	569,5	7.466,8	12.311,3	-43,7	44,4	-383,1
2010	-102,2	-598,7	-1.863,1	649,2	8.215,0	14.025,2	-39,2	51,0	-439,8
2011	-103,6	-416,0	-1.709,1	743,0	8.677,1	15.222,9	-29,0	76,8	-460,3
2012	-119,1	-374,0	-1.493,3	927,8	9.172,9	16.432,7	0,9	211,0	-423,9
2013	-76,8	-305,1	-977,3	1.025,7	9.502,3	17.352,0	20,8	271,2	-352,1
2014	-63,1	-253,1	-910,4	1.084,8	9.745,8	18.141,4	17,5	315,3	-376,2
2015	-57,2	-209,1	-837,2	1.113,7	9.866,3	18.922,2	21,8	353,1	-424,7
2016	-47,9	-159,0	-1.010,1	1.145,1	10.041,3	19.976,8	35,4	385,0	-403,7
2017	-36,2	-105,0	-861,5	1.183,4	10.127,9	20.492,7	32,2	402,2	-371,4
2018	-31,2	-49,8	-1.251,1	1.208,9	10.239,8	21.974,1	22,6	409,1	-441,2
2019	-38,1	-77,0	-1.423,5	1.223,4	10.348,2	23.201,4	26,2	330,4	-452,6
2020	-113,2	-809,9	-3.129,6	1.345,8	11.415,4	27.747,8	6,8	279,5	-592,5
2021	-82,9	-657,4	-2.812,8	1.427,2	12.038,7	29.617,2	11,5	428,2	-861,4
2022	-63,8	-484,1	-1.020,0	1.502,5	12.480,0	31.419,7	7,8	76,7	-994,7
2023	-57,8	-454,6	-1.336,8	1.562,4	13.000,2	32.622,5	23,2	307,7	-875,2
2024	-49,2	-364,6	-1.511,0	1.617,4	13.430,4	34.036,3	22,4	360,3	-836,1
Porcentaje del PIB									
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	2,1	-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	-4,4	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	-6,7	98,2	85,9	108,5	2,1	2,7	-2,1
2020	-10,1	-7,1	-14,9	120,4	99,1	131,8	0,6	2,4	-2,8
2021	-6,9	-5,3	-12,1	118,3	97,2	127,0	1,0	3,5	-3,7
2022	-4,8	-3,6	-4,0	113,2	93,1	123,4	0,6	0,6	-3,9
2023	-4,1	-3,2	-5,0	110,6	90,8	121,8	1,6	2,1	-3,3
2024	-3,3	-2,5	-5,5	109,1	89,9	122,8	1,5	2,4	-3,0

Fuente: Comisión Europea. Previsiones, primavera 2023.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA. PP.

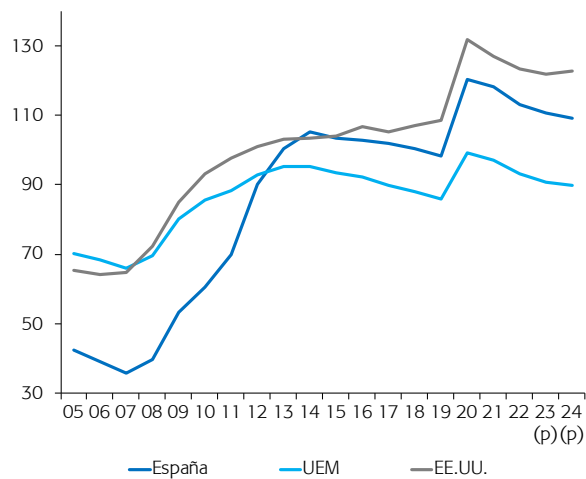
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población

	Población									
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	Bajas exteriores de nacidos en España
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	701.997	33.053
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	441.051	39.211
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	344.992	51.666
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	368.170	66.803
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	417.655	74.873
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,3	85,8	52,9	28,4	13,2	492.600	71.508
2017	46.572.132	42,9	18,8	80,4	85,7	53,2	28,8	13,3	592.604	63.754
2018	46.722.980	43,1	19,1	80,5	85,9	53,6	29,3	13,7	715.255	56.745
2019	47.026.208	43,3	19,3	80,9	86,2	53,7	29,6	14,4	827.052	61.338
2020	47.450.795	43,6	19,4	79,6	85,1	53,5	29,8	15,2	523.618	41.708
2021	47.385.107	43,8	19,6	80,2	85,8	53,4	30,1	15,5	621.216	56.098
2022	47.475.420	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		
2023	19.281	2,46		

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 a enero-marzo.

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)
2008	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	1.628.472	690.481	773.689	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	1.000	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	1.035	2.351.703	778
2023	843.850■	6.333.029●	1.371●	946.102●	1.120●	2.350.892●	849●

Fuentes: INSS INSS INSS INSS INSS INSS INSS

	Prestaciones no contributivas/asistenciales				
	Desempleo	Seguridad Social			Otras
		Jubilación	Invalidez		
Número	Número	Número	Número	Número	
2008	646.186	265.314	199.410	63.626	
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535	
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310	
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842	
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643	
2016	997.192	254.741	199.762	21.350	
2017	902.193	256.187	199.120	19.019	
2018	853.437	256.842	196.375	16.472	
2019	912.384	259.570	193.122	14.997	
2020	1.017.429	261.325	188.670	13.373	
2021	969.412	262.177	184.378	11.892	
2022	882.585	265.830	179.967	10.633	
2023■	908.451	268.167	177.153	9.980	

Fuentes: INSS IMSERSO IMSERSO IMSERSO

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 a enero-marzo.

● Los datos se refieren a enero-abril

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto		Personal y recursos			
	Gasto público (% PIB)	Gasto público (millones de €)	Médicos en atención especializada (por 1.000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Enfermeras/os en atención especializada (por 1.000 hab.)	Enfermeras/os atención primaria (por 1.000 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●	2,1	0,8	3,9	0,7

Fuentes: Eurostat Eurostat INCLANS INCLANS INCLANS INCLANS

Cuadro 5 (continuación)

Protección social: sanidad

	Satisfacción*		Tiempo en lista de espera (días)	
	Con el funcionamiento del sistema sanitario público	Con el conocimiento del historial y el seguimiento de sus problemas de salud por el médico de familia y el pediatra	Para intervenciones quirúrgicas no urgentes	Para primera consulta de especialista
2008	6,4	7,0	71	59
2010	6,6	7,3	65	53
2012	6,6	7,5	76	53
2014	6,3	7,5	87	65
2015	6,4	7,5	89	58
2016	6,6	7,6	115	72
2017	6,7	7,5	106	66
2018	6,6	7,5	129	96
2019	6,7	7,6	115	81
2020			148	99
2021			123	89
2022	6,3		120	95
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".

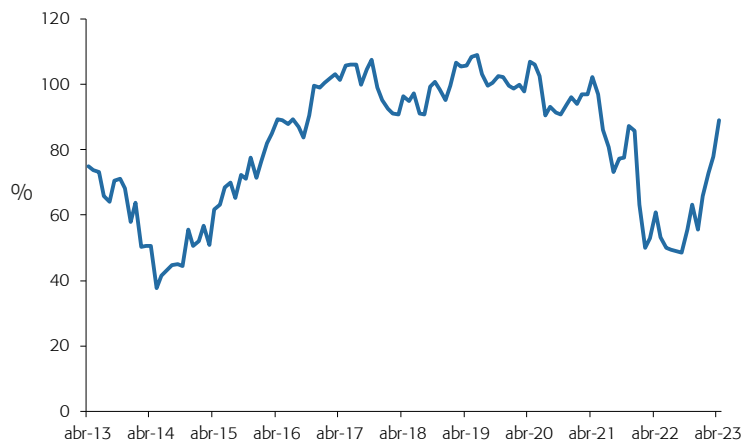
• Datos provisionales.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (abril 2013-abril 2023)

El ICC de abril consolida la tendencia al alza desde principios de año



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).

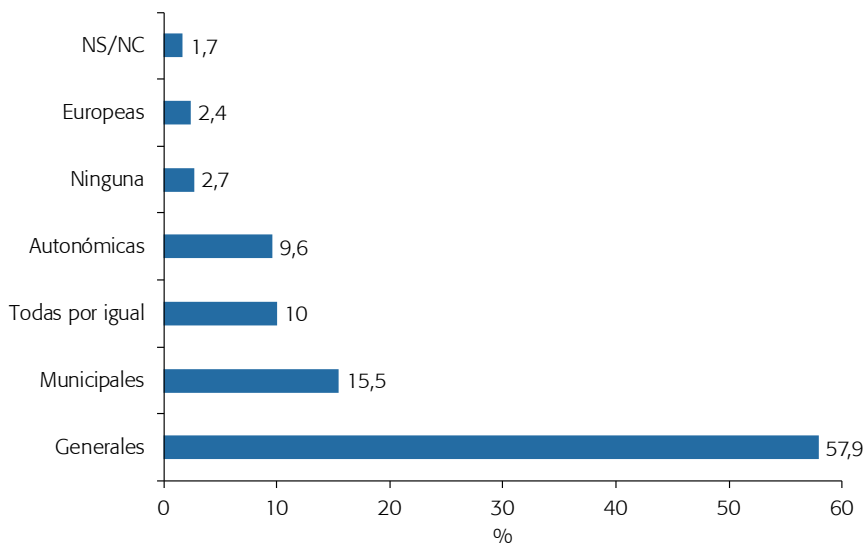
3. FLASH SOCIAL. Por orden de importancia: elecciones generales, municipales y autonómicas

La jerarquía de importancia atribuida por la sociedad española a las elecciones es clara: preguntados por las que consideran más importantes, casi seis de cada diez entrevistados mayores de edad señalan las elecciones generales. No obstante, para uno de cada seis (16 %) las elecciones municipales son más importantes que cualesquiera otras. Esta proporción supera a la de quienes priorizan las elecciones autonómicas, 10 %, porcentaje coincidente con el de quienes consideran todas las elecciones igualmente importantes (gráfico 2).

Llama la atención la precedencia concedida a las elecciones municipales sobre las autonómicas, habida cuenta de que las comunidades autónomas ostentan competencias fundamentales en materias clave para el bienestar de la población, como la sanidad, la educación o buena parte de los servicios sociales, y controlan, por tanto, presupuestos de mucha mayor cuantía. Esta mayor importancia atribuida a las elecciones municipales que a las autonómicas se observa tanto entre mujeres como entre hombres, así como en todos los grupos de edad. Además, la precedencia de las elecciones municipales es más ostensible a medida que desciende el tamaño del municipio en el que viven los entrevistados. Así, por ejemplo, en municipios de hasta 10.000 habitantes, la proporción de quienes atribuyen la máxima importancia a las elecciones municipales supera el 20 %, mientras que la de quienes señalan las elecciones autonómicas como las más importantes no llega al 10 % (gráfico 3). Los datos sugieren, por tanto, que cuanto más pequeño es el municipio, más importa quién lo gobierna.

Gráfico 2

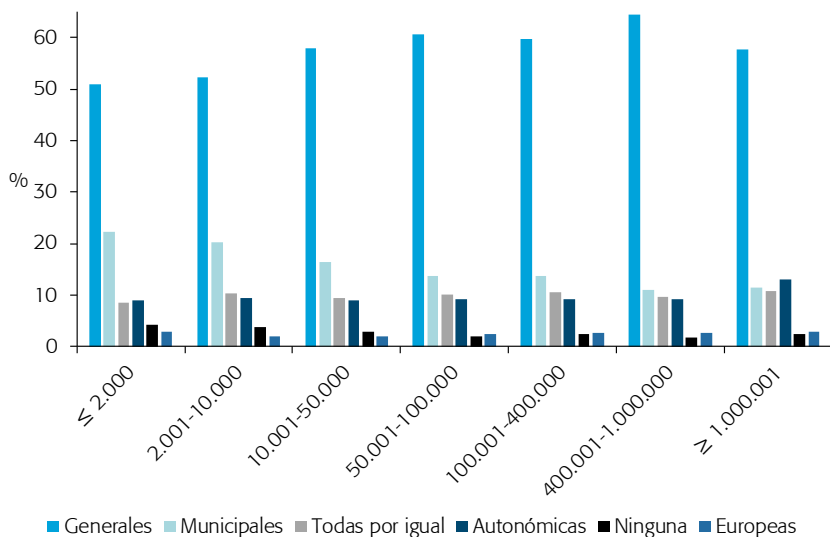
Importancia atribuida a los distintos tipos de elecciones [abril 2023]



Pregunta: "De los diferentes tipos de elecciones: municipales, autonómicas, generales y europeas, ¿cuál es para Ud. la más importante?".
 Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es), Estudio 3402 (Preelectoral / Elecciones municipales y autonómicas 2023).

Gráfico 3

Importancia atribuida a los distintos tipos de elecciones, por tamaño del municipio de residencia de los entrevistados [abril 2023]



Pregunta: "De los diferentes tipos de elecciones: municipales, autonómicas, generales y europeas, ¿cuál es para Ud. la más importante?".
 Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es), Estudio 3402 (Preelectoral / Elecciones municipales y autonómicas 2023).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de mayo de 2023

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,3	Febrero 2023
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-1,3	Febrero 2023
Dudosos (% var. mensual medio)	-0,7	Febrero 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	1.100.501	Abril 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	96.179	Abril 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	1	Abril 2023
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	46,99	Diciembre 2022
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	12.610,21	Diciembre 2022
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	117.256,85	Diciembre 2022
Ratio "oficinas/entidades"	92,88	Diciembre 2022

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 abril	2023 15 mayo	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	3,265	3,323	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,6	-0,501	3,368	3,880	3,795	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	3,4	3,4	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 han continuado con la senda de subidas de tipos de interés, pero sin descartar cierta moderación en un futuro próximo. En este contexto, los tipos de interés de mercado han tenido un comportamiento dispar en la primera mitad de mayo. El euríbor a 3 meses se ha elevado desde el 3,265 % de abril al 3,323 % de mitad de mayo, mientras que el euríbor a 12 meses ha pasado del 3,800 % al 3,795 % en el mismo período. En la primera mitad de mayo, la rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha pasado del 3,4 % de abril al 3,4 % de mitad de mayo.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 febrero	2023 marzo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	35,7	27,9	27,8	31,92	34,14	(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	23,1	14,1	12,4	14,47	13,55	(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	0,39	0,04	0,26	0,35	0,69	(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	0,52	0,44	0,32	0,23	(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	0,35	-0,62	0,02	2,5	2,6	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	3,28	0,39	2,17	3,4	3,3	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	0,06	1,3	-1,3	1,2	-1,3	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	2,5	0,5	1,8	-10,3	50,3	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	986,4	861,3	824,2	935,6	912,62 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.541,2	8.771,5	8.851,0	9.394,6	9.201,5 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 febrero	2023 marzo	Definición y cálculo
16. Nasdaq	NASDAQ	3.924,5	15.644,9	10.466,4	11.447,58	12.301,17	Índice compuesto NASDAQ
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	15,4	21,1	16,1	18,2	28,4 (a)	Variación para todas las bolsas
18. Deuda privada a corto plazo. Saldo vivo (% var.)	BE	0,79	2,4	8,01	-4,39	0,40	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	0,9	-5,72	-0,31	-0,96	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	0,3	2,10	-1,21	-7,8	32,8	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	14,8	21,1	35,8	-61,5	20,0	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros": en la primera quincena de mayo, los índices bursátiles han ido recuperando las caídas de mitad de abril debido al riesgo de contagio tras la quiebra del banco Silicon Valley Bank y los graves problemas de Credit Suisse con su resolución y absorción, que llevaron a los mercados a perder parte de lo ganado en los dos primeros meses del año. El IBEX-35 se sitúa en los 9.201,5 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 912,62 puntos. Por su parte, en el mes de marzo (último dato disponible) se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 34,14 %). Por otro lado, se produjo una disminución en la ratio de contratación de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 13,35 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 32,8 % mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice lo hicieron en un 20 % con respecto al mes precedente.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2019	2020	2021	2022 (3T)	2022 (4T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-1,1	1,2	1,9	1,4	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	0,9	0,9	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	287,4	277,9	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2019	2020	2021	2022 (3T)	2022 (4T)	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	54,4	53,0	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	0,9	1,8	2,7	-2,0	2,8	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	-1,7	0,4	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": en el cuarto trimestre de 2022, el ahorro financiero en el conjunto de la economía aumentó hasta el 1,5 % del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 0,9 % del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas ha disminuido hasta el 53,0 % del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 enero	2023 febrero	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	4,9	0,2	-0,04	-1,1	-0,3	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	6,0	0,3	0,01	-1,7	-1,3	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	8,4	-0,7	1,2	1,0	2,7	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	7,5	0,1	-0,1	0,2	0,7	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,0	0,5	2,5	5,0	4,7	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 2001-2020	2021	2022	2023 enero	2023 febrero	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-0,4	-1,5	-0,6	-0,7	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	2,1	0,6	-2,4	22,5	-8,7	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	6,4	-0,1	0,1	0,6	0,08	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": en febrero, último dato disponible, se observó una disminución del crédito al sector privado del 0,3 %. Los depósitos cayeron en un 1,3 %. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 2,7 % mientras que las acciones y participaciones lo hicieron en un 0,7 %. Asimismo, se produjo una reducción en el volumen de préstamos dudosos del 0,7 % 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 septiembre	2022 diciembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	176	113	110	111	110	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	80	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	17.813	17.648	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	2.124.169	1.100.501 (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	289.740	96.179 (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 septiembre	2022 diciembre	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de euros)	BE	24.751	3	16	5	1 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2021.

(b): Último dato a 30 de abril de 2022.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": en abril de 2023, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 96.179 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 (3T)	2022 (4T)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	46,86	54,90	54,18	43,55	46,99	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	13.518,25	12.610,21	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	124.535,95	117.256,85	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	181,61	116,74	98,01	92,77	92,88	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,01	8,1	9,2	9,2	9,3	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,04	-2,4	0,6	0,3	1,3	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,41	0,4	0,5	0,6	0,7	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	5,55	-0,7	6,9	8,9	9,8	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 cuarto 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 293. Banca, rentabilidad y tipos de interés

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 12, N.º 2 (2023). Assessing the far-reaching implications of a rising Euribor

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

Análisis financiero y big data. Santiago Carbó, Juan José Ganuza, Daniel Peña y Pilar Poncela (editores)

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