

# Cuadernos de Información Económica

295

julio/agosto 2023

## Política económica y estabilidad financiera

Previsiones económicas  
2023-2024

Política fiscal:  
tránsito a la normalidad

Bancos centrales:  
¿entre la espada y la pared?

Riesgo de tipo de interés  
e inestabilidad financiera

Inteligencia artificial  
en el sector bancario

Política industrial:  
debates recientes

Ayuntamientos  
con problemas  
de sostenibilidad

INDICADORES  
ECONÓMICOS, SOCIALES  
Y FINANCIEROS

# CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

## EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

## CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M<sup>a</sup> Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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

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

Diseño  
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

ISSN: 2254-3422

© Funcas

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

## PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

# Cuadernos de Información Económica

295

julio/agosto 2023





---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

<u>Página</u>	1	<b>Previsiones económicas para España 2023-2024</b> <i>Raymond Torres y María Jesús Fernández</i>
	11	<b>La política fiscal española: en tránsito hacia la normalidad</b> <i>Santiago Lago Peñas</i>
	19	<b>Bancos centrales: ¿entre la espada y la pared?</b> <i>José Ramón Díez Guijarro</i>
	29	<b>Riesgo de tipo de interés en los balances bancarios e inestabilidad financiera: Europa frente a EE. UU.</b> <i>Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez</i>
	35	<b>Algunas reflexiones sobre la inteligencia artificial en el sector bancario</b> <i>Santiago Carbó Valverde, Pedro Cuadros Solas y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	41	<b>Política industrial en la UE y España: debates recientes</b> <i>Ramon Xifré</i>
	49	<b>Los ayuntamientos con problemas de sostenibilidad: una nota</b> <i>Ana Aguerrea</i>

---

## INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	56	<b>Indicadores económicos</b> <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	79	<b>Indicadores sociales</b> <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	87	<b>Indicadores financieros</b> <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>



## Carta de la Redacción

**E**n el ecuador del año 2023 la economía española presenta una hoja de servicios mejor de lo esperado hace tan solo unos meses. A pesar del ajuste del consumo de los hogares, el comportamiento del sector exterior ha impulsado el crecimiento hasta recuperar el nivel prepandemia del PIB en el primer trimestre de este año. De hecho, la balanza de pagos por cuenta corriente ha arrojado un superávit histórico, que refleja el buen posicionamiento competitivo de las empresas españolas tanto en lo que se refiere a las exportaciones de bienes como a las de servicios turísticos y no turísticos. Sin embargo, los últimos indicadores de coyuntura ofrecen señales mixtas que estarían anticipando una pérdida de dinamismo de la economía española en la segunda mitad del año, a la que no es ajena el impacto contractivo de la política monetaria. Pese a ello, Funcas estima que el buen comienzo del año permitirá cerrar el ejercicio con un crecimiento medio del 2,2 %, aunque su trayectoria irá de más a menos y la desaceleración prevista afectará a los registros de 2024, que se saldaría con un crecimiento medio del 1,6 %.

El artículo de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ presenta las últimas previsiones de Funcas para los años 2023 y 2024. Un factor determinante del comportamiento de la economía será el curso de la política monetaria. Aunque la moderación de los precios de la energía y de las materias primas agrícolas, junto con la normalización de las cadenas globales de suministro, favorecen la continuidad del proceso desinflacionista, las cifras de inflación subyacente de la eurozona se sitúan aún lejos del objetivo a medio plazo del Banco Central Europeo (BCE), lo que podría dar lugar a otras dos subidas de los tipos de interés de referencia, que se mantendrían estables hasta el segundo semestre de 2024. En estas circunstancias, lo más probable es una

ralentización de la tasa de crecimiento, primero, y una recuperación gradual, posteriormente. Entre los factores que sostienen la resiliencia de la economía española destacan la trayectoria del empleo y el superávit exterior, mientras que los factores internos de vulnerabilidad siguen asociados al elevado nivel de deuda pública y a la resistencia a la baja del déficit público estructural. En un contexto de aplicación de unas nuevas reglas fiscales europeas y de retirada del apoyo del BCE, tanto por las subidas de tipos como por la desactivación de los programas de compra de deuda, se plantea la necesidad de iniciar una reducción progresiva de la ratio de deuda sobre PIB anticipándose a situaciones potencialmente adversas de los mercados financieros.

En esta misma dirección, el artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS recuerda cómo las recomendaciones de la Comisión Europea sobre la *Actualización del Programa de Estabilidad 2023-2026* consideran apropiado un ajuste del déficit estructural en 2024 de al menos siete décimas de PIB, dos más que lo contemplado en el propio *Programa*. Y la posición de varios países de la eurozona ante la reforma de las reglas fiscales apuesta por una reducción de un punto anual en la ratio de deuda respecto al PIB para los países más endeudados, como es el caso de España. En anteriores ediciones de *Cuadernos de Información Económica* se ha insistido desde distintas perspectivas en que el endeudamiento público constituye uno de los principales factores de vulnerabilidad de la economía española. Los escenarios que se manejan no garantizan, en ausencia de políticas de ajuste, una reducción de la ratio de deuda a partir de 2025. Y es en el horizonte temporal de los próximos diez años donde se juega la sostenibilidad fiscal, cuyos riesgos la Comisión Europea considera elevados en el medio plazo. Todo ello obliga a diseñar y ejecutar con

urgencia un plan de consolidación gradual pero continuo que frene el coste de la deuda y permita recuperar un margen adecuado para la política fiscal ante situaciones en los que sea preciso actuar con acciones discrecionales.

Los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre la estabilidad financiera son objeto de análisis en el artículo de JOSÉ RAMÓN DIEZ GUIJARRO. Los episodios de crisis vividos en algunos bancos medianos norteamericanos y en Credit Suisse pusieron de manifiesto tanto las debilidades de los modelos de negocio de algunas entidades financieras con problemas de solvencia y/o liquidez, como los fallos en su regulación y supervisión. Aunque la crisis parece bastante estabilizada y el contagio ha sido muy limitado, lo cierto es que se trata de un serio aviso a los bancos centrales que les sitúa ante la tesitura de cómo gestionar la política monetaria haciendo compatibles los objetivos de inflación y de estabilidad financiera. Se ha demostrado que los efectos de las subidas de tipos son una amenaza para la parte más frágil del sistema financiero, lo que implica la necesidad de mejorar los mecanismos preventivos y reforzar la rapidez y flexibilidad de las intervenciones en un mundo en el que las redes sociales aceleran las respuestas de los operadores ante situaciones de dudas o pánico financiero.

En todo caso, existen diferencias no poco relevantes en el marco regulador y supervisor de los riesgos de interés y de liquidez entre Europa y Estados Unidos, así como en la presencia de potenciales focos de inestabilidad en uno y otro sistema bancario, tal como pone de relieve el trabajo de MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ. Además de las diferencias existentes en el tratamiento aplicable a las entidades de tamaño mediano, el marco regulador europeo puede permitir un mayor blindaje del capital respecto a variaciones en mercado, frente al enfoque estadounidense, más proclive a incorporar la valoración del mercado en las carteras de inversión bancaria. Si bien el modelo estadounidense resulta a la larga más transparente, es también más procíclico y proclive a generar pánicos autoalimentados. El posicionamiento de la banca europea y norteamericana ante los riesgos de interés y de liquidez ha de analizarse teniendo en cuenta no solo los valores medios de cada sistema bancario, sino los casos extremos en los que los riesgos son más evidentes, y donde se sitúan los principales focos de fragilidad. Según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional, en el caso estadounidense, el 5 % de las entidades con mayor exposición a riesgo de interés tendría unas pérdidas latentes en sus carteras HTM que

drenarían hasta 700 puntos básicos (pb) de su capital de primer nivel (CET1). En el caso de la banca europea, ese mismo percentil 5 % de bancos con mayor exposición a carteras de renta fija se enfrentaría a unas pérdidas latentes que drenarían 300 pb de su CET1.

Entre las nuevas tecnologías que están transformando la actividad bancaria, la inteligencia artificial (IA) ha adquirido un creciente protagonismo. A la altura de 2022 el 83 % de los bancos europeos utilizaba la IA con distintas finalidades. Como señalan en su artículo SANTIAGO CARBÓ VALVERDE, PEDRO CUADROS SOLAS y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, el uso de la IA en la banca se extiende a ámbitos como la mejora de la experiencia del usuario, el cumplimiento normativo y el control del riesgo. Así por ejemplo, la inteligencia artificial permite identificar patrones y comportamientos comunes para comprender mejor el perfil de los clientes bancarios. Entre los desarrollos más recientes, los asistentes digitales inteligentes cuentan con bases conversacionales muy completas para abordar las necesidades específicas de los usuarios, abarcando una amplia gama de experiencias, idiomas y términos. Y entre los empleados del sector, la IA puede ser interesante para brindarles apoyo directo en procesos manuales y laboriosos, como la verificación de documentos, la detección de fraudes y la evaluación crediticia. El hecho es que, en un entorno financiero cada vez más digital, las inversiones en inteligencia artificial serán esenciales para generar ventajas competitivas duraderas.

La crisis provocada por la pandemia del COVID-19 y la posterior guerra en Ucrania han dado lugar a una reconsideración de la intervención de los gobiernos en las decisiones productivas de las empresas no solo para corregir determinados fallos de mercado, sino para impulsar procesos de transformación económica, como sucede en el ámbito de la transición energética o de la revolución digital. Conceptos como el de autonomía estratégica, acuñado en el marco del programa *Next Generation EU (NGEU)*, han quedado rebasados por la nueva legislación norteamericana articulada en torno a la *Inflation Reduction Act (IRA)*. El artículo de RAMON XIFRÉ revisa los debates recientes relacionados con la concepción, diseño e implementación de la política industrial en la Unión Europea y en España, en este contexto de repliegue proteccionista que parece abrirse paso en la economía global. Aunque la *IRA* puede perjudicar claramente a la industria europea, también puede generar efectos positivos en aquellos sectores especializados en proveer tecnologías limpias y servicios relacionados con la transición hacia la sostenibilidad. Más allá del margen que pueda haber en la negociación



de la aplicación del paquete legislativo norteamericano por sus efectos sobre la economía europea, hay que destacar el alto grado de consenso con el que se rechaza que la UE responda a la *IRA* con contramedidas proteccionistas que podrían generar una desintegración de los mercados internacionales con consecuencias negativas para todas las partes. En el caso de España, el aprovechamiento eficiente de los fondos del *NGEU*, superando los problemas detectados hasta el momento, proporciona un espacio potente para una política industrial adaptada a las nuevas realidades.

La presente edición de *Cuadernos de Información Económica* se cierra con una nota de ANA AGUERREA

sobre la problemática financiera a la que se enfrentan más de un centenar de ayuntamientos españoles que presentan un exceso de deuda financiera mantenido desde hace un largo espacio de tiempo. Aunque se trata de un pequeño grupo de ayuntamientos, en un subsector de las administraciones públicas con una posición presupuestaria muy equilibrada, la imposibilidad de afrontar la amortización de su deuda ha dado lugar a medidas de apoyo desde algunas comunidades autónomas y en otros países con situaciones similares. En cualquier caso, se pone de manifiesto que en los procesos de saneamiento es imprescindible la corresponsabilidad de los propios municipios, asumiendo el cumplimiento de determinados compromisos presupuestarios.



# Previsiones económicas para España 2023-2024

Raymond Torres y María Jesús Fernández\*

**La crisis energética y la guerra en Ucrania abrieron un periodo de incertidumbre para la economía española. Sin embargo, el comportamiento de las principales variables macroeconómicas ha sido mejor de lo vaticinado por la mayoría de analistas. Esta relativa resiliencia podría explicarse por la competitividad del sector exportador, la ausencia de una burbuja inmobiliaria (a la inversa de la amenaza que planea sobre otros países europeos) y el nivel reducido de deuda de los hogares, factores que todavía podrían sorprender al alza en los próximos meses. Otros riesgos, sin embargo, son a la baja, en particular en lo que atañe al impacto de las subidas de tipos de interés y a la persistencia de un déficit público elevado en un contexto de reactivación de las reglas fiscales europeas y de retirada del apoyo del BCE. Este artículo examina los factores de resiliencia a partir de los datos más recientes, y presenta proyecciones para los dos próximos años. De este análisis se puede extraer una visión relativamente positiva en el corto plazo, si bien con importantes zonas de vulnerabilidad.**

## Evolución reciente de la economía española

Según las cifras revisadas de la *Contabilidad Nacional Trimestral*, el PIB español recuperó el nivel prepandemia en el primer trimestre de este año, tras crecer un 0,6 % sobre el trimestre anterior. Asimismo, se revisó al alza el crecimiento del cuarto trimestre de 2022 hasta el 0,5 %. Estos resultados contrastan con las tasas negativas registradas en el conjunto de la eurozona en ambos periodos, aunque enmascaran una notable debilidad de la demanda nacional, que sufrió sendas caídas en los dos trimestres,

destacando la contracción del consumo privado, que en el conjunto de ambos periodos acumuló una caída en términos reales del 2,9 %. El crecimiento del PIB en los dos trimestres procedió fundamentalmente del sector exterior: concretamente, de la caída de las importaciones en el último trimestre de 2022 –unido a una acumulación de inventarios– y de un fuerte repunte de las exportaciones de turismo, en el primero de 2023 (gráfico 1).

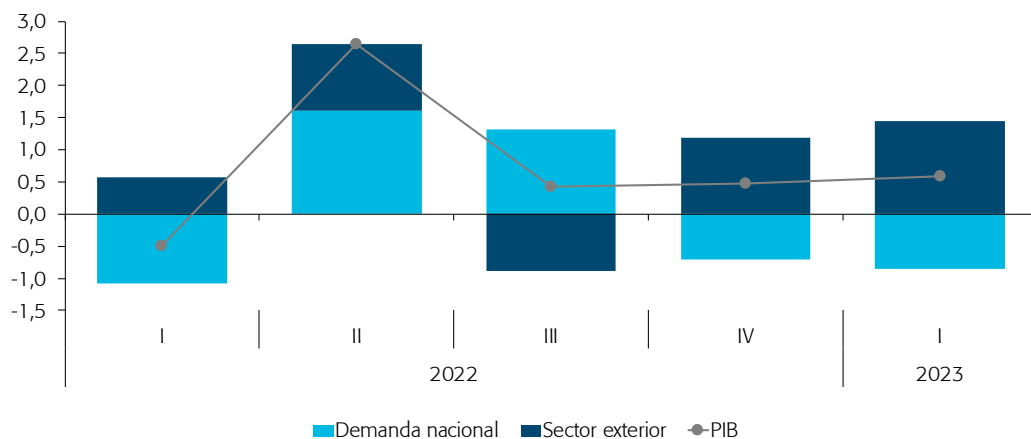
El ajuste del consumo privado tuvo lugar de forma simultánea a una aceleración en el crecimiento de la renta disponible de los hogares. Esta creció un

\* Funcas.

Gráfico 1

### Contribuciones a la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB

(Puntos porcentuales)



Fuente: INE.

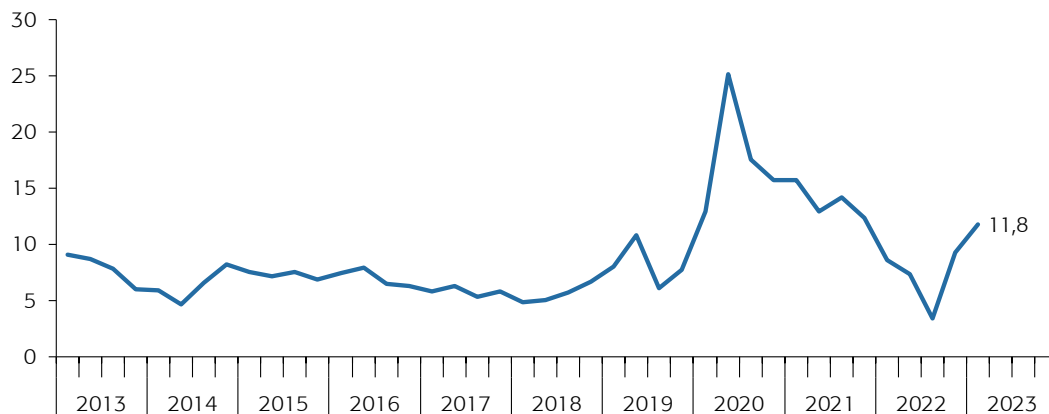
10,1 % interanual en el primer trimestre de 2023, la tasa más elevada desde 2001, impulsada por el crecimiento de las remuneraciones salariales, las prestaciones sociales –fundamentalmente pensiones– y, en menor medida, las rentas de la propiedad, y todo ello a pesar del incremento en un 52 % de los pagos por intereses. Como consecuencia, la tasa de

ahorro registrada en el primer trimestre del año fue la más elevada en un primer trimestre desde 2004 –excluyendo los años de la pandemia, 2020 y 2021, caracterizados por el fenómeno del sobreahorro–. En términos desestacionalizados, la tasa de ahorro de los hogares se elevó hasta el 11,8 %, desde el 9,3 % del trimestre anterior (gráfico 2).

Gráfico 2

### Tasa de ahorro de los hogares

(Porcentaje de la renta disponible bruta)



Fuente: INE.

En cuanto al segundo trimestre, con información todavía incompleta, los indicadores ofrecen señales mixtas. En general, los relacionados con la actividad industrial iniciaron el trimestre con descensos, mientras los relacionados con los servicios registraban una evolución algo más favorable. Es en el mes de junio cuando se observa un deterioro generalizado en la mayoría de los indicadores de confianza sectoriales, así como en los PMI tanto de industria como de servicios. El empleo, según las cifras de afiliados a la Seguridad Social, tras los excelentes resultados de abril y mayo, también sufrió una importante desaceleración en junio. Por otra parte, la venta de viviendas está descendiendo, al igual que el crédito para su adquisición. También el crédito nuevo a las empresas, que comenzó a contraerse al final del pasado año, mantenía la misma tónica al inicio del segundo trimestre. El resultado final sería una pérdida de dinamismo del conjunto de la economía a lo largo del trimestre. Se estima que la tasa de crecimiento intertrimestral se habría situado en el 0,4 %.

*Es en el mes de junio cuando se observa un deterioro generalizado en la mayoría de los indicadores de confianza sectoriales, así como en los PMI tanto de industria como de servicios. El empleo, según las cifras de afiliados a la Seguridad Social, tras los excelentes resultados de abril y mayo, también sufrió una importante desaceleración en junio.*

La tasa general de inflación se situó en junio en el 1,9 %, el nivel más reducido desde marzo de 2021, como consecuencia de un efecto escalón muy acusado en los productos energéticos, los cuales alcanzaron máximos en el mismo mes del pasado año, antes de descender a partir de septiembre. La inflación subyacente se situó en el 5,9 %, con una lenta trayectoria a la baja. Las presiones inflacionistas siguen siendo elevadas en los alimentos y en los servicios, si bien parecen remitir en los bienes de consumo. Con respecto a los primeros, la evolución de los precios de las materias primas agrícolas en los mercados internacionales, así como de los precios cobrados a lo largo de la cadena de producción, anuncian el posible final de las presiones

alcistas, aunque eso no implica el final inmediato de los ascensos de los precios al consumo, debido a los retardos con los que se produce la transmisión, junto con el impacto de la sequía.

El Banco Central Europeo (BCE) aumentó los tipos de interés en 50 puntos básicos en mayo y junio. El euríbor a un año continuó ascendiendo hasta el 4,1 % al final del trimestre, lo que supone 3,2 puntos porcentuales por encima del nivel de hace un año. El tipo de interés de la deuda pública a diez años se mantuvo en torno al 3,4 %, sin grandes cambios con respecto a los niveles de los meses anteriores, tampoco en lo que respecta a la prima de riesgo.

La balanza de pagos por cuenta corriente arrojó un superávit histórico en el primer trimestre de este año, de 10.300 millones de euros, la mejor cifra de un primer trimestre de toda la serie histórica. El déficit de la balanza de bienes se redujo con respecto al mismo periodo del pasado año, mientras que el superávit de las balanzas de servicios, tanto turísticos como no turísticos, creció de forma notable, solo mínimamente compensado por un ligero incremento de los pagos netos al exterior por rentas de la propiedad.

Las administraciones públicas registraron un déficit del 2.200 millones de euros en el primer trimestre de 2023, frente a 6.000 millones contabilizados un año antes. La mejora obedece al fuerte crecimiento de la recaudación, especialmente en IRPF y cotizaciones sociales. Entre los gastos destaca el crecimiento del destinado a pensiones, que superó en 3.700 millones el registrado en el mismo periodo de 2022. El consumo público, sin embargo, se incrementa a tasas moderadas.

## Previsiones para 2023-2024

Para los próximos meses, la marcha de la economía española estará condicionada por el proceso de desinflación y la evolución de la política monetaria, y por tanto conviene explicitar las hipótesis que sustentan las previsiones en ambos casos. En primer lugar, los factores exógenos de inflación mantendrán una

senda de moderación, en consonancia con la estabilización de los precios energéticos y de las materias primas agrícolas, y la desaparición de cuellos de botella de suministros clave como los semiconductores. Por otra parte, en línea con lo anticipado por el BCE, el contexto de debilitamiento de la demanda es propicio a una menor presión inflacionaria de los márgenes empresariales, situados ya por encima de los niveles prepandemia –en términos medios y por unidad de producto– (véase Hahn, 2023). Todo ello debería favorecer una ligera recuperación del poder adquisitivo de los salarios a partir del próximo ejercicio, pero sin generar importantes efectos de segunda ronda. Es decir, no se produciría un bucle generalizado de las alzas salariales hacia los márgenes.

En segundo lugar, habida cuenta de la preocupación del BCE acerca de la elevada inflación subyacente en la mayoría de países de la zona del euro, las previsiones parten de la hipótesis de dos subidas adicionales de tipos de interés, llevando la facilidad de depósito hasta el 4 % en el mes de septiembre. Los tipos de interés se mantendrán en ese nivel al menos hasta el segundo semestre de 2024, es decir hasta que el BCE considere que el proceso de desinflación se ha afianzado.

---

*Nos asomamos a corto plazo a una agudización de las señales de debilitamiento percibidas en fechas recientes como consecuencia del ciclo de restricción monetaria, de modo que el crecimiento registrará una ralentización durante la segunda parte del año.*

---

Partiendo de estos supuestos, nos asomamos a corto plazo a una agudización de las señales de debilitamiento percibidas en fechas recientes como consecuencia del ciclo de restricción monetaria, de modo que el crecimiento registrará una ralentización durante la segunda parte del año. Más allá, sin embargo, la estabilización de los tipos de interés, junto con la ligera mejora de los salarios reales –fruto de los acuerdos de rentas– darán pie a una recuperación económica gradual.

Con todo, pese al enfriamiento esperado, el fuerte inicio de año dejará el crecimiento del PIB en un 2,2 % para el conjunto de 2023, siete décimas más que la anterior previsión. Esta revisión refleja casi por completo el efecto arrastre que proviene del ajuste al alza por parte del INE del crecimiento en el cuarto trimestre del pasado ejercicio, y del mejor comportamiento de lo previsto en el primer trimestre (unos ajustes que no se habían dado a conocer en el momento de la anterior previsión).

---

*El fuerte inicio de año dejará el crecimiento del PIB en un 2,2 % para el conjunto de 2023. El crecimiento procederá principalmente del sector exterior, con una aportación de 1,6 puntos porcentuales, fruto del dinamismo del turismo, pero no solo: también se ganarán cuotas de mercado en los intercambios de mercancías y de servicios no turísticos, gracias al buen posicionamiento competitivo de las empresas españolas.*

---

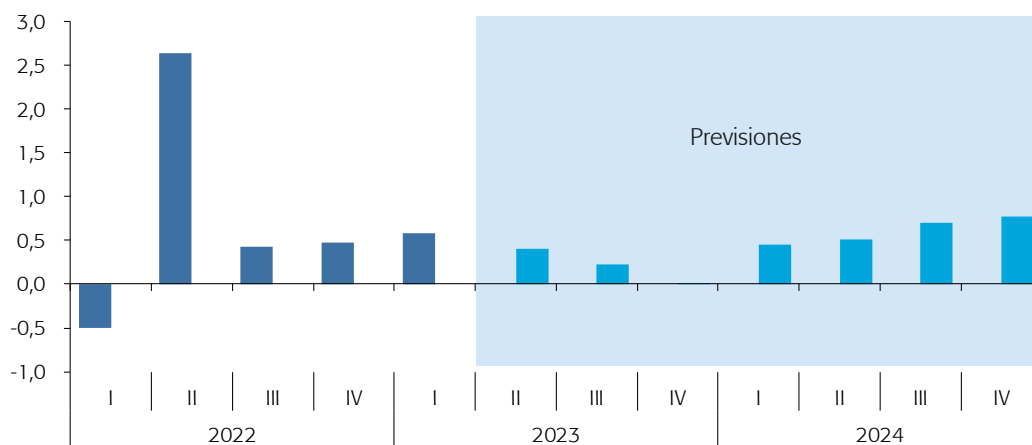
El crecimiento procederá principalmente del sector exterior, con una aportación de 1,6 puntos porcentuales, fruto del dinamismo del turismo, pero no solo: también se ganarán cuotas de mercado en los intercambios de mercancías y de servicios no turísticos, gracias al buen posicionamiento competitivo de las empresas españolas en un contexto de acortamiento de las cadenas globales de suministro.

Los buenos resultados cosechados por el sector exterior compensarán la debilidad de la demanda interna, cuya aportación al PIB será de apenas 0,6 puntos. Esta previsión se explica por el estancamiento del consumo privado, lastrado por la pérdida de capacidad de compra de los hogares y ante la imposibilidad para muchas familias de seguir tirando del ahorro para financiar el gasto. El consumo público, por su parte, se incrementará a un ritmo moderado en consonancia con la evolución reciente de este agregado. La inversión tendrá un comportamiento ligeramente más dinámico gracias al impulso de los fondos europeos, si bien perderá fuerza en el transcurso del año como consecuencia del encarecimiento del crédito. En suma, el impacto

Gráfico 3

**Evolución del PIB**

(Tasa de crecimiento intertrimestral, en porcentaje)



Fuentes: INE y previsiones de Funcas.

contractivo de la política monetaria se percibirá con más contundencia en la segunda parte del ejercicio (gráfico 3).

Esta ralentización se trasladará a 2024, motivando una desaceleración del crecimiento para ese año hasta el 1,6 %, si bien con un perfil trimestral que irá de menos a más. La principal contribución procederá de la demanda interna, gracias a la ligera recuperación del poder adquisitivo de los hogares que se espera como consecuencia de la desinflación y del acuerdo salarial. La pausa en la subida de tipos de interés, junto con el efecto rezagado de las exportaciones, también aportarán un estímulo a la inversión al final del periodo de previsión. La trayectoria del consumo público se mantendrá sin grandes cambios, a falta de más indicaciones acerca de la política fiscal en el próximo ejercicio. El sector exterior, por su parte, seguirá aportando actividad, aunque menos que en 2023 por el agotamiento del impacto de la normalización del turismo.

El descenso de los precios energéticos ayudará a moderar la inflación, si bien ésta se mantendrá en cotas superiores al objetivo del BCE durante todo

el periodo de previsión. El deflactor del consumo de las familias se incrementará un 4,1 % este año (dos décimas menos que en la anterior previsión), y 3,4 % el que viene (sin cambios). El deflactor del

*La ralentización de la economía, junto con las medidas de lucha contra la inflación, la indicación de las pensiones y el incremento de las cargas financieras generado por la subida de los tipos de interés, dificultarán la corrección de los desequilibrios presupuestarios. A falta de ajustes, el déficit se situará en el 3,7 % en 2024 y la deuda pública superará el 108 % del PIB, 10 puntos más que antes de la pandemia.*

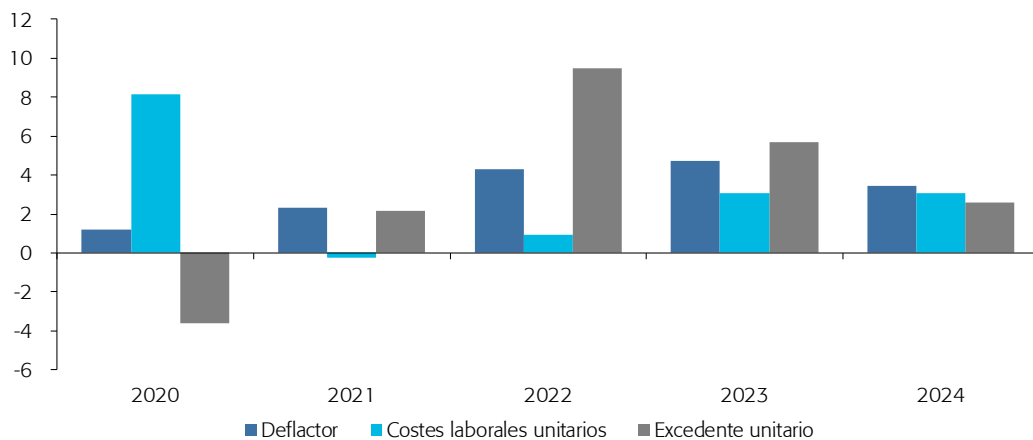
PIB –que mide la presión de los precios internos, es decir descontando los costes importados– subirá con más vigor, un 4,7 % en 2023, y se frenará hasta el 3,4 % en 2024. Esta tendencia a la moderación refleja la progresiva contención de los márgenes empresariales, algo que facilitará una leve recuperación de los salarios en 2024 (gráfico 4)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Para un análisis de la dinámica de márgenes y salarios en el proceso de inflación, véase Torres (2023).

Gráfico 4

**Deflactor del PIB, costes laborales y excedente bruto de explotación**

(Tasa de crecimiento interanual, en porcentaje)



Fuentes: INE y previsiones de Funcas.

El tirón de las exportaciones netas de bienes y servicios, junto con la mejora de la relación real de intercambio generada por el abaratamiento de las importaciones, redundará en un importante incremento del superávit externo. La balanza por cuenta corriente arrojará un excedente superior al 2,5 % del PIB durante todo el periodo de previsión, frente al 0,5 % registrado en 2022. El resultado en términos de balanza externa total, que se obtiene sumando las transferencias en concepto de los fondos europeos a la balanza por cuenta corriente, es aún más positivo, acelerando el desendeudamiento frente al exterior.

Junto con el superávit externo, el mercado laboral se mantendrá como uno de los principales factores de resistencia de la economía española. La tasa de paro se reducirá hasta el 11,6 % en 2024, un nivel que todavía duplica la media europea.

La ralentización de la economía, junto con las medidas de lucha contra la inflación, la indiciación de las pensiones y el incremento de las cargas financieras generado por la subida de los tipos de interés, dificultarán la corrección de los desequilibrios presupuestarios. A falta de ajustes, el déficit se situará en el 3,7 % en 2024 y la deuda pública superará el

108 % del PIB, es decir, 10 puntos más que antes de la pandemia.

**Riesgos**

La crisis energética y la guerra en Ucrania abrieron un periodo de incertidumbre para la economía española (por ejemplo, Torres y Fernández, 2022). Sin embargo, la economía española está teniendo un comportamiento mejor de lo anticipado por la mayoría de analistas. Esta relativa resiliencia podría explicarse por la competitividad del sector exportador, la ausencia de una burbuja inmobiliaria (a la inversa de la amenaza que planea sobre otros países europeos) y el nivel reducido de deuda de los hogares, factores que todavía podrían sorprender al alza en los próximos meses.

Otros riesgos, sin embargo, son a la baja, en particular en lo que atañe al impacto de las subidas de tipos de interés. En primer lugar, los ajustes podrían ser más abruptos de lo esperado si las presiones inflacionarias se mantienen, algo que no es descartable habida cuenta de la situación de casi pleno empleo de algunas economías de la zona del euro. Un encarecimiento de los costes financieros más



Cuadro 1

**Previsiones económicas para España 2023-2024**

(Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario)

	Datos observados			Previsiones Funcas		Variación de las previsiones (a)	
	Media 2008-2013	Media 2014-2019	2022	2023	2024	2023	2024
<b>1. PIB y agregados, precios constantes</b>							
PIB	-1,3	2,6	5,5	2,2	1,6	0,7	0,2
Consumo final hogares e ISFLSH	-2,1	2,2	4,4	0,1	1,4	-0,6	0,4
Consumo final administraciones públicas	0,9	1,3	-0,7	0,9	0,8	-1,3	0,1
Formación bruta de capital fijo	-7,6	4,8	4,6	1,0	2,0	-1,6	-0,3
Construcción	-10,7	4,9	4,7	1,1	1,5	-1,5	-0,2
Equipo y otros productos	-2,7	4,8	4,6	0,9	2,6	-1,8	-0,4
Exportación bienes y servicios	1,8	3,9	14,4	6,9	3,0	4,1	0,6
Importación bienes y servicios	-4,0	4,4	7,9	3,1	2,7	0,6	0,7
Demanda nacional (b)	-3,1	2,6	3,1	0,6	1,3	-0,7	0,1
Saldo exterior (b)	1,8	0,0	2,4	1,6	0,3	1,4	0,1
PIB precios corrientes:							
- miles de mill. de euros	--	--	1.327,1	1.420,9	1.493,3	--	--
- % variación	-0,8	3,4	10,0	7,1	5,1	0,7	0,4
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>							
Deflactor del PIB	0,5	0,8	4,3	4,7	3,4	-0,1	0,2
Deflactor del consumo de los hogares	1,7	0,7	6,8	4,1	3,4	-0,2	0,0
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	-3,4	2,6	3,8	1,2	1,0	0,1	0,1
Remuneración por asalariado e.t.c	2,4	0,9	2,0	4,0	3,5	0,5	0,1
Tasa de paro (EPA, % de la pob. activa)	20,2	18,8	12,9	12,3	11,6	0,0	-0,3
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>							
Tasa de ahorro nacional	18,8	21,7	21,6	23,5	23,4	1,1	0,8
- del cual, ahorro privado	22,9	23,6	23,6	25,0	24,2	0,9	0,3
Tasa de inversión nacional	21,7	19,4	21,0	20,7	20,8	-0,3	-0,4
- de la cual, inversión privada	17,7	17,2	18,2	17,8	17,9	-0,2	-0,3
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-2,9	2,3	0,5	2,8	2,6	1,4	1,2
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-2,4	2,7	1,5	3,4	3,0	1,5	1,3
- Sector privado	6,6	6,8	6,3	7,7	6,6	1,3	0,6
- Saldo AA. PP.	-9,0	-4,1	-4,8	-4,3	-3,7	0,2	0,6
Deuda pública según PDE	69,0	101,9	113,2	110,0	108,4	-1,0	-1,9
<b>4. Otras variables</b>							
PIB Eurozona	-0,2	2,0	3,5	0,7	0,8	0,0	0,0
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	8,8	6,7	7,2	7,2	7,0	0,5	0,5
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	128,5	101,6	86,0	82,0	77,6	-0,2	-0,8
Deuda bruta consolidada soc. no financieras (% del PIB)	112,7	81,6	72,2	66,9	63,2	-0,3	-0,3
Euríbor 12 meses (% media anual)	1,90	0,01	1,09	3,90	3,95	-0,35	-0,05
Rendimiento deuda pública 10 años (% media anual)	4,74	1,58	2,19	3,50	3,45	-0,25	-0,30

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

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

Fuentes: 2008-2022: INE y Banco de España; Previsiones 2023-2024: Funcas.

## Cuadro 2

## Previsiones trimestrales para la economía española

(Variación en porcentaje a precios corrientes, salvo indicación en contrario. Previsiones en sombreado)

Periodo	PIB	Consumo privado (1)	Consumo público	FBCF	Export.	Import.	Contribución al crecimiento del PIB (1)		Empleo (2)	Tasa de paro	
							Demanda nacional	Saldo exterior			
2015	3,4	2,7	1,0	4,1	4,7	5,3	3,4	0,0	3,2	22,1	
2016	3,4	2,8	1,7	3,2	4,9	3,0	2,7	0,7	2,8	19,6	
2017	2,9	2,8	0,8	5,4	5,8	5,6	2,5	0,3	2,9	17,2	
2018	3,0	2,5	2,6	8,5	2,9	6,0	3,9	-0,9	2,2	15,3	
2019	2,0	1,1	1,9	4,5	2,2	1,3	1,6	0,4	3,3	14,1	
2020	-11,3	-12,2	3,5	-9,7	-19,9	-14,9	-9,1	-2,2	-6,8	15,5	
2021	5,5	6,0	2,9	0,9	14,4	13,9	5,2	0,3	6,6	14,8	
2022	5,5	4,4	-0,7	4,6	14,4	7,9	3,1	2,4	3,8	12,9	
2023	2,2	0,1	0,9	1,0	6,9	3,1	0,6	1,6	1,2	12,3	
2024	1,6	1,4	0,8	2,0	3,0	2,7	1,3	0,3	1,0	11,6	
Variación trimestral, en %											
2022	I	-0,5	0,0	-0,5	3,6	2,8	1,4	-1,1	0,6	-0,1	13,6
	II	2,6	2,6	-0,8	3,3	4,9	2,2	1,6	1,1	0,9	12,5
	III	0,4	1,9	1,8	-0,5	0,4	3,0	1,3	-0,9	1,1	12,7
	IV	0,5	-1,6	2,1	-3,7	-1,0	-4,4	-0,7	1,2	0,1	12,9
2023	I	0,6	-1,3	-1,6	1,8	5,7	2,6	-0,8	1,4	0,1	13,3
	II	0,4	0,9	0,2	1,1	0,3	1,2	0,8	-0,4	0,2	12,2
	III	0,2	0,5	0,2	1,3	0,5	1,4	0,6	-0,4	0,1	12,0
	IV	0,0	0,3	0,1	0,4	0,3	1,0	0,3	-0,3	0,0	12,0
2024	I	0,4	0,2	0,2	0,2	1,1	0,6	0,2	0,2	0,3	12,4
	II	0,5	0,3	0,2	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	0,3	11,6
	III	0,7	0,4	0,2	0,4	1,1	0,3	0,3	0,4	0,5	11,4
	IV	0,8	0,4	0,2	0,6	1,1	0,3	0,4	0,4	0,5	11,1
Variación interanual, en %											
2022	I	6,3	4,6	-1,2	3,8	17,1	12,6	4,6	1,7	18,9	--
	II	7,7	5,1	-2,6	6,0	20,1	8,6	3,7	4,0	6,4	--
	III	4,9	4,9	-1,3	6,3	14,2	8,8	2,9	2,0	6,0	--
	IV	3,1	3,0	2,5	2,5	7,2	2,1	1,1	1,9	5,2	--
2023	I	4,2	1,6	1,4	0,7	10,2	3,3	1,3	2,8	5,1	--
	II	1,9	-0,1	2,4	-1,4	5,4	2,3	0,5	1,4	2,8	--
	III	1,7	-1,5	0,9	0,3	5,5	0,7	-0,2	1,9	2,0	--
	IV	1,2	0,4	-1,1	4,6	6,8	6,3	0,8	0,5	2,3	--
2024	I	1,1	1,9	0,7	3,0	2,2	4,3	1,8	-0,7	1,6	--
	II	1,2	1,3	0,7	2,2	2,6	3,1	1,3	-0,1	0,6	--
	III	1,7	1,2	0,8	1,3	3,2	2,0	1,1	0,6	0,4	--
	IV	2,5	1,3	0,9	1,5	4,0	1,3	1,2	1,3	0,6	--

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

Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

pronunciado de lo que incorporan estas previsiones plantearía un riesgo mayor de impago para los sectores más vulnerables. Por otra parte, el BCE ha alertado de las vulnerabilidades de las finanzas en la sombra y de sus posibles consecuencias para la economía europea, un riesgo de inestabilidad que se agudiza con cada vuelta de tuerca monetaria.

Finalmente, la persistencia de un déficit público elevado es un factor de vulnerabilidad para la economía española, en un contexto de reactivación de las reglas fiscales europeas y de retirada del apoyo del banco central, tanto en materia de tipos como de compra de deuda, especialmente cuando este año se prevé aumentar las emisiones de deuda pública. A esto se suma el aumento de las rentabilidades, desde tasas inferiores al 1 % en los últimos años para los títulos a 10 años hasta el entorno del 3,5 %, lo que va a suponer un aumento del pago de intereses en relación al PIB. En ausencia de medidas de ajuste, no está garantizado que la ratio de deuda

respecto al PIB vaya a seguir una senda descendente a partir de 2025. De momento la prima de riesgo se mantiene estable, pero ante posibles perturbaciones en los mercados financieros, la situación podría cambiar drásticamente.

## Referencias

- HAHN, E. (2023). How have unit profits contributed to the recent strengthening of euro area domestic price pressures? *ECB Economic Bulletin*, Issue 4/2023.
- TORRES, R. (2023). El proceso inflacionario: situación y perspectivas. *Cuadernos de Información Económica*, 294, mayo-junio. <https://www.funcas.es/articulos/el-proceso-inflacionario-situacion-y-perspectivas/>
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2022). El conflicto en Ucrania y la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, 287, marzo-abril. <https://www.funcas.es/articulos/el-conflicto-en-ucrania-y-la-economia-espanola/>



# La política fiscal española: en tránsito hacia la normalidad

Santiago Lago Peñas\*

**La necesidad de frenar el aumento del coste de la deuda pública a que dará lugar la subida de los tipos de interés y la recuperación de un mayor margen para la política fiscal frente a posibles escenarios de crisis requieren, más allá del cumplimiento de las obligaciones que establezcan las nuevas reglas fiscales de la Unión Europea, un ajuste gradual, pero continuo y sostenible, del déficit estructural de las administraciones públicas españolas. Las conclusiones y recomendaciones de la Comisión Europea catalogan como elevados los riesgos para la sostenibilidad fiscal a medio plazo (2033), y si bien este espacio de tiempo otorga un cierto margen temporal para ejecutar una estrategia de consolidación fiscal, la reducción de la ratio de deuda pública sobre PIB debería iniciarse con celeridad, anticipándose así a situaciones potencialmente adversas en los mercados financieros.**

## La ejecución presupuestaria en curso

El ejercicio fiscal 2022 cerró con un déficit de 4,8 % del PIB. Una cifra mejor que la prevista inicialmente por el Gobierno (5,0 %), pero peor que la que anticipaban los analistas cuando se acercaba ya el final de año (Lago Peñas, 2022). En concreto, se aguardaba un desequilibrio fiscal alrededor de 4,3 % del PIB, lo que hacía muy factible lograr la meta fijada para el ejercicio 2023 (3,9 %).

En el lado positivo, la prórroga del paquete fiscal implementado para hacer frente a la guerra de Ucrania y las tensiones inflacionistas derivadas será

menos costosa de lo inicialmente esperado. Si en octubre de 2022 la AIReF proyectaba un efecto financiero equivalente a 1,3 % del PIB, en caso de que se optase por una prórroga completa de las medidas, el Gobierno se ha inclinado por aplicar algunos ajustes; en particular, la eliminación de la bonificación generalizada a los carburantes. De hecho, a pesar de la introducción de nuevas medidas como la rebaja en el IVA a la alimentación, el coste global del paquete habría caído alrededor de 5.000 millones de euros, lo que equivale a tres décimas de PIB. El cuadro 1 recoge la diferencia entre las simulaciones *ex ante* de la AIReF y sus estimaciones más recientes, del mes de mayo.

\* Universidad de Vigo y Funcas. Agradezco los comentarios de Diego Martínez a una versión previa del texto.

## Cuadro 1

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

(En millones de euros)

	Estimación inicial 2023	Estimación actualizada 2023
IVA electricidad	-2.280	-2.349
IVA gas, briquetas y pellets	-806	-796
IVA alimentos		-782
Impuesto especial electricidad	-1.952	-2.215
<b>Total ingresos</b>	<b>-5.038</b>	<b>-6.142</b>
Bonificación al carburante	6.774	1.347
Ayudas sectoriales	3.587	2.688
Ayudas directas a particulares	540	600
Resto de ayudas a particulares	2.588	2.396
Ayudas a refugiados		300
<b>Total gastos</b>	<b>13.490</b>	<b>7.331</b>
<b>Total ingresos y gastos</b>	<b>-18.528</b>	<b>-13.473</b>
<b>Total ingresos y gastos (Porcentaje del PIB)</b>	<b>-1,30</b>	<b>-1,00</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de AIReF (2022 y 2023a).

Adicionalmente, la evolución del PIB está siendo mucho mejor de lo esperado por los analistas. En el momento de presentación y discusión de los presupuestos para 2023, la cifra prevista por el Gobierno (2,1 %) era percibida de forma generalizada como muy optimista; el Consenso de Funcas de noviembre de 2022 apostaba por 1,1 %. Sin embargo, tras sucesivas revisiones del alza de las previsiones, hoy se apuesta por crecimientos superiores. En particular, el Banco de España (2023) contempla 2,3 % y Funcas (2023) 2,2 %.

*La contención de costes en la prórroga del paquete fiscal compensatorio y la sorpresa positiva en el crecimiento del PIB y el empleo hacen que el objetivo de déficit para 2023 (en torno al 4 % del PIB) sea percibido como factible.*

En definitiva, si bien el ejercicio 2022 acabó peor de lo esperado, la contención de costes en la prórroga del paquete fiscal compensatorio y la sorpresa

positiva en el crecimiento del PIB y el empleo hacen que el objetivo de déficit para 2023 sea percibido como factible (gráfico 1).

## El plan del Gobierno para el período 2023-2026

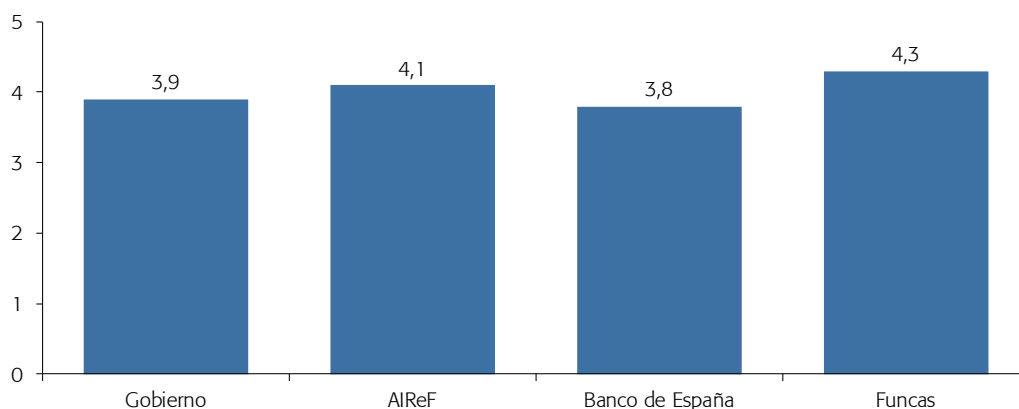
El ejercicio 2023 cerrará un cuatrienio extraordinario en lo presupuestario y fiscal. La concatenación de las crisis provocadas por la pandemia y la invasión de Ucrania motivaron la activación de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que ha evitado la aplicación del procedimiento de déficit excesivo. Pero en 2024 retornará el corsé del PEC y, muy probablemente, lo hará en una versión reformada. El último epígrafe se refiere al estado actual de la discusión al respecto. Baste aquí señalar que, sea cual sea su configuración final, conllevará un escenario de consolidación fiscal y el final de la excepcionalidad.

Dos elementos adicionales definen la etapa que arranca en 2024. El primero y más importante: las

Gráfico 1

**Previsiones actualizadas de déficit para 2023**

(En porcentaje del PIB)



Fuentes: Elaboración propia a partir de Gobierno de España (2023), AIReF (2023b), Banco de España (2023) y Funcas (2023).

elecciones generales de julio abren la puerta a cambios en la composición del gobierno central y, en cualquier caso, al inicio de una legislatura, con lo que ello supone en términos de impulso para la acción de todo ejecutivo. El segundo es que el paquete fiscal compensatorio por los efectos de la invasión de Ucrania tendrá un impacto marginal: 184 millones de euros según la AIReF (2023a), lo que equivale a menos de dos centésimas de PIB.

A la luz de todo lo anterior, la *Actualización del Programa de Estabilidad 2023-2026* debería entenderse como un escenario inercial y sujeto a ajustes potencialmente muy relevantes, por voluntad propia o exigidos por el PEC. Por ello, su mayor interés y el vector en el que hay que evaluarlo es el de su

credibilidad. ¿En qué medida las cifras de déficit y deuda encajan con las previsiones disponibles sobre el marco macroeconómico y con la dinámica que se puede proyectar para las principales partidas de gastos e ingresos?

El cuadro 2 arroja luz sobre la variable del déficit. La estimación del Gobierno refleja una reducción gradual y decreciente, que permitiría ya en 2024 alcanzar el límite del 3 %. La AIReF es algo menos optimista sobre la probabilidad de retornar a déficits por debajo de ese umbral en ausencia de medidas de ajuste adicionales. Finalmente, el Banco de España prevé un déficit para 2023 por debajo del objetivo del Gobierno, pero augura un desequilibrio fiscal que remonta en 2025 hasta el 4 %.

Cuadro 2

**Proyecciones del déficit público en el período 2023-2026**

(En porcentaje del PIB)

	2023	2024	2025	2026
Gobierno	3,9	3,0	2,7	2,5
Banco de España	3,8	3,4	4,0	
AIReF	4,1	3,0	3,0	3,0

Fuentes: Elaboración propia a partir de Gobierno de España (2023), AIReF (2023a) y Banco de España (2023).

El origen de las diferencias entre los cálculos del Gobierno y las proyecciones de la AIReF se encuentra exclusivamente en el lado de los ingresos. La AIReF estima una evolución menos dinámica de los recursos, por un menor crecimiento de los impuestos sobre la renta y, en 2023, por las rebajas fiscales establecidas contra la crisis energética y la subida de precios. En 2024 la brecha en las previsiones de ambas instituciones alcanza el mínimo, por la confluencia de la retirada de las rebajas sobre productos energéticos con el pico de recaudación por las medidas tributarias temporales. Pero en 2025 éstas desaparecen y solamente permanece el efecto de las medidas normativas introducidas en el IRPF en el ejercicio en curso. Por su parte, la mayor parte de las diferencias con la evolución prevista por el Banco de España se encuentran, de nuevo, en los ingresos: en la desaparición de medidas impositivas transitorias en 2025 y en la hipótesis de que se producirá una reversión parcial de las sorpresas al alza de los ingresos tributarios que se produjeron en 2020-2021. A ello habría que añadir las pérdidas asociadas a los préstamos avalados por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) para hacer frente a la pandemia, que se materializarían, sobre todo, en 2024 y 2025. En conjunto, el Banco de España pronostica que la política fiscal será ligeramente

expansiva en 2023, moderadamente contractiva en 2024 y expansiva en 2025.

En lo que atañe a la deuda pública, el escenario que contempla el Gobierno en la *Actualización del Programa de Estabilidad 2023-2026* es, en lo esencial, avalado por la AIReF. En el gráfico 2 se muestra la descomposición del cambio en la ratio de deuda entre 2023 y 2026. Partiendo de un valor de 113,2 % del PIB en 2022, la ratio caerá 6,4 puntos, para acabar en 106,8 %. Según la AIReF, el valor final en 2026 sería medio punto superior: 107,3 %. En ambos casos, el único factor que juega a favor de la reducción de la ratio es el crecimiento del PIB nominal. La fuerza de este factor es tal que, en un escenario de déficit cero y sin ajustes, haría caer la ratio hasta 92,5 % en el cuatrienio. De ahí que actuar de forma ambiciosa y estructural sobre el déficit sea, en general, suficiente para rebajar de forma rápida y sustancial la ratio de deuda.

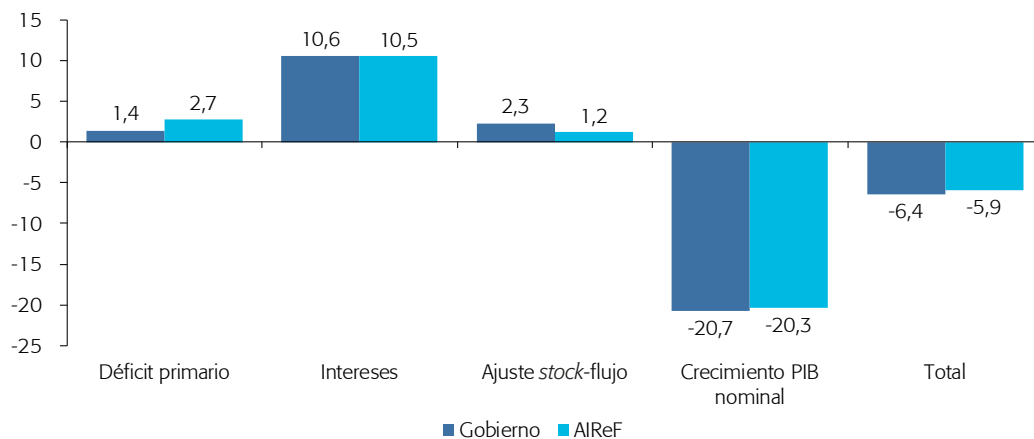
## La estabilidad fiscal española desde la perspectiva de la Comisión Europea

El contenido de la evaluación de la Comisión Europea sobre la política fiscal española combina

Gráfico 2

### Contribuciones de los distintos factores explicativos en la reducción prevista en la ratio de deuda sobre PIB en el período 2023-2026

(En puntos porcentuales de PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de AIReF (2023a).



elementos analíticos con aspectos normativos, y se refiere tanto al corto plazo (ejercicios 2023 y 2024) como al largo.

Para 2023, la Comisión sitúa el déficit ligeramente por encima del previsto por el Gobierno (4,1 %) (European Commission, 2023a); y es probable que la diferencia se reduzca o desaparezca, por la mejora generalizada en las previsiones del crecimiento del PIB. Además, corrobora que el crecimiento del gasto corriente primario financiado nacionalmente estará en línea con la recomendación específica por país (CSR, por sus siglas en inglés) que formuló en su día el Consejo Europeo.

Para 2024, la evaluación plantea la necesidad de profundizar en la consolidación fiscal. El déficit no bajaría de 3,3 % y la ratio de deuda se situaría en 109,1 %. Por eso, la Comisión considera apropiado un ajuste en el déficit estructural equivalente a, al menos, siete décimas del PIB, lo que conlleva la recomendación de que el crecimiento del gasto primario neto financiado nacionalmente no supere el 2,6 % en 2024. La realidad es que ambas cifras son factibles. El Programa de Estabilidad ya contempla una reducción de cinco décimas en el déficit estructural total y siete en el primario; y la propia Comisión

Europea en su dictamen señala que, según sus cálculos, en un escenario a políticas constantes, el gasto neto primario crecería solo al 1,4 % en 2024.

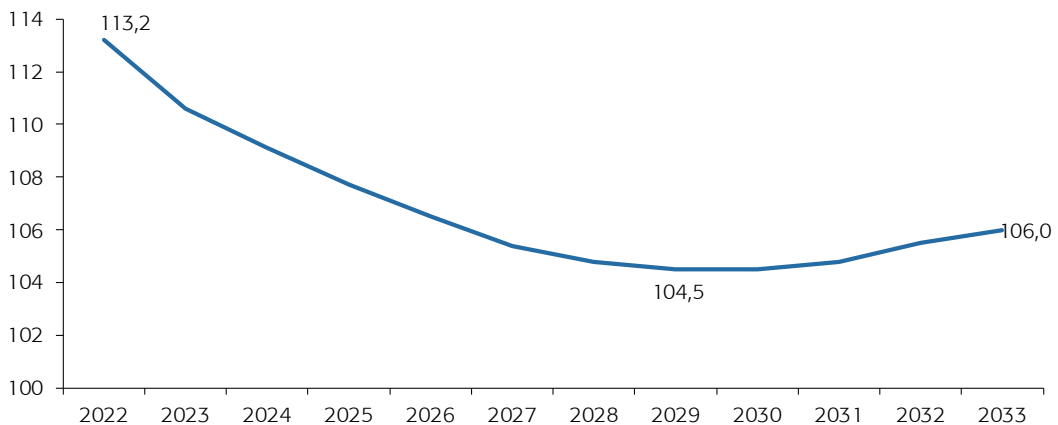
*Para los años 2025 en adelante, la Comisión Europea recuerda la necesidad de combinar una estrategia fiscal de consolidación gradual y sostenible con reformas que estimulen un mayor crecimiento, a fin de alcanzar una posición fiscal de medio plazo prudente.*

Para los años 2025 en adelante, las conclusiones y recomendaciones son más generales. La Comisión se limita a recordar la necesidad de combinar una estrategia fiscal de consolidación gradual y sostenible con reformas que estimulen un crecimiento mayor también sostenible, a fin de alcanzar una posición fiscal de medio plazo prudente. El análisis de sostenibilidad de deuda que se incluye en el *Country Report* que acompaña a las Recomendaciones (European Commission, 2023b) permite hacerse una idea más precisa de lo que percibe la Comisión. Si bien los riesgos para la sostenibilidad fiscal a corto plazo (2023-2024) son catalogados como bajos,

Gráfico 3

### Proyecciones de la ratio de deuda pública sobre PIB

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de Comisión Europea (2023b).

a medio plazo (año 2033) se perciben como elevados. En concreto, la proyección para 2033 en el escenario base es que la ratio de deuda sobre el PIB se mantenga en 106 % (gráfico 3); y las proyecciones estocásticas de deuda apuntan a una probabilidad del 32 % de que, en 2027, la ratio de deuda pública supere el valor registrado en 2022. Es interesante apuntar que el valor proyectado en 2026 para la ratio en el escenario base (106,5 %) es, de hecho, levemente inferior a las calculadas por el Gobierno y la AIReF. Esto otorga margen temporal sustancial para diseñar e implementar una estrategia de consolidación que sitúe a España con una ratio de deuda claramente por debajo del 100 % a final de la década.

## Las nuevas reglas fiscales: apuntes sobre la reforma en curso

El 11 de noviembre de 2022 se hizo pública la propuesta de la Comisión Europea para redefinir el marco de gobernanza fiscal en la Unión Europea. Los elementos esenciales son los siguientes (Lago Peñas, 2023). La propuesta mantiene los límites establecidos en los Tratados de la UE: un déficit máximo del 3 % del PIB y una ratio de deuda máxima del 60 %. Sin embargo, reconoce que muchos Estados miembros están lejos de cumplir estos umbrales, especialmente en lo que se refiere a la deuda. Para evitar ajustes bruscos y costosos, se plantea un enfoque dual a medio y largo plazo. Los países que se sitúan cerca de los límites deben mantenerse en ellos, mientras que los que se hallan lejos deben comprometerse a converger gradualmente hacia ellos. En cuanto a la simplificación de las reglas, se propone utilizar la tasa de crecimiento del gasto neto primario financiado nacionalmente como indicador clave. Se excluyen los intereses de la deuda, el gasto en prestaciones por desempleo y el gasto financiado por medidas discrecionales o fondos europeos. El déficit estructural y la regla de reducción de un veintavo de la deuda desaparecen como variables relevantes. Se persigue mantener el déficit por debajo del 3 % a medio plazo y converger en la ratio de deuda establecida como ancla común. Se propone un enfoque plurianual con horizontes de cuatro a siete años para los planes fiscales de los

gobiernos. Se plantea evaluar la estabilidad presupuestaria como un proceso, utilizando herramientas como pruebas de estrés y análisis estocástico. Los países deben diseñar planes coherentes con estas evaluaciones para garantizar la estabilidad fiscal. Se mantienen cláusulas de escape para afrontar choques simétricos y asimétricos, como la pandemia o crisis intensas que afecten a un solo Estado. La inversión pública financiada con recursos nacionales se considera gasto, pero se reconoce la importancia de la inversión necesaria para la transición verde y digital. El papel de las autoridades fiscales nacionales se refuerza en la definición y supervisión de los planes, aunque la Comisión Europea sigue siendo el actor clave. Las sanciones por incumplimiento se revisan, se rebajan las sanciones financieras, pero se hacen más frecuentes y se introducen sanciones reputacionales.

---

*Buena parte de las exigencias de Alemania en la reforma de las reglas fiscales probablemente sean inevitables a la hora de definir una buena estrategia de consolidación fiscal para España: reducciones de cinco o siete décimas anuales en el déficit estructural en el próximo cuatrienio o del 1 % anual en la ratio de deuda son, seguramente, cifras que se acercan a los objetivos que se deben ambicionar.*

---

Tras la publicación de esta comunicación, se abrió la discusión con los Estados miembros, dando lugar a una propuesta legislativa presentada el 26 de abril de 2023 que introduce algunos cambios significativos. Entre ellos destacan los siguientes. Primero, los países cuyo déficit supere el 3 % del PIB tendrán que hacer ajustes anuales por valor del 0,5 % del PIB. Segundo, la ratio deuda/PIB debe caer de forma significativa a lo largo de los planes cuatrienales. Tercero, cuando los planes se amplíen a siete años, el grueso del ajuste debe concentrarse en los primeros ejercicios. Cuarto, el gasto neto debe mantenerse siempre por debajo del crecimiento económico potencial. Y quinto: los países que se desvíen del plan a medio plazo tendrán que

afrontar de forma automática un Procedimiento de Déficit Excesivo.

Aunque esta propuesta legislativa ha cosechado ya apoyos relevantes como el del Fondo Monetario Internacional<sup>1</sup>, el acuerdo final requerirá de una segunda ronda de modificaciones. En el momento de escribir estas líneas, el proceso de debate entre los países está abierto. Y lo que trasciende a los medios de comunicación muestra que una parte de los socios comunitarios aboga por introducir mayor rigidez y control. En un artículo publicado en varios diarios europeos el 15 de junio por el ministro alemán de finanzas, Christian Lindner, suscrito también por otros diez colegas<sup>2</sup>, se plantea con claridad: “esta propuesta debería considerarse un paso intermedio en nuestras deliberaciones en el Consejo, no una conclusión”. En el texto se incide en la necesidad de equilibrar cuentas y reducir deuda de forma sostenida en el tiempo para evitar aumentos insostenibles de deuda. Esta idea es concretada por el Gobierno alemán en su reiterada propuesta del objetivo de reducción mínima de la ratio de deuda de un 1 % anual para los países más endeudados. Además, advierte de que, independientemente de su destino, la deuda es deuda a ojos de los mercados de capitales, lo que cuestiona reglas de oro para la inversión pública que no computen a efectos de aplicación de reglas fiscales; y muestra sus dudas de que los períodos de tiempo para ejecutar las labores de consolidación necesarias se prolonguen más allá del ciclo de una legislatura, por el riesgo de que se aplacen las decisiones difíciles.

El acuerdo final debería lograrse durante la presidencia española del Semestre Europeo, lo que da al Gobierno protagonismo y cierto control en el proceso. Pero también le obliga a una cierta neutralidad. No obstante, el hecho de que países grandes como Francia e Italia se hallen en situaciones similares a la española garantiza que sus intereses estén bien representados. Además, hay que reconocer que buena parte de las exigencias de Alemania probablemente sean inevitables a la hora de definir una buena estrategia de consolidación fiscal para España: nuestro elevado déficit estructural obliga a un ajuste gradual pero continuo y urgente; reducciones de cinco o siete décimas anuales en el déficit estructural en el próximo cuatrienio o del 1 % anual en la ratio de deuda son, seguramente, cifras que se acercan a los objetivos que se deben ambicionar, si se quiere recuperar pronto margen para la política fiscal y para frenar el aumento del coste de la deuda por la subida de tipos.

## Referencias

- AIReF. (2022). *Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las Administraciones Públicas: Presupuestos Generales del Estado 2023*. 18-10-2022. [www.airef.es](http://www.airef.es)
- AIReF. (2023a). *Informe sobre la Actualización del Programa de Estabilidad 2023-2026*. 11-5-2023. [www.airef.es](http://www.airef.es)
- AIReF. (2023b). *Seguimiento mensual del objetivo de estabilidad 2023*. 6-6-2023. [www.airef.es](http://www.airef.es)

<sup>1</sup> “La propuesta legislativa de la Comisión Europea para la reforma de la gobernanza económica promovería adecuadamente un ajuste fiscal a medio plazo diferenciado y basado en el riesgo. Confiar en el gasto primario neto como objetivo operativo simplifica el marco y permite que funcionen los estabilizadores automáticos anticíclicos. Al mismo tiempo, la implementación cautelosa del marco sería fundamental. La posibilidad de extender los períodos de ajuste a cambio de reformas e inversiones que mejoren el crecimiento es positiva, pero debe evitarse confiar en estimaciones de crecimiento demasiado optimistas. En este contexto, un Consejo fiscal europeo independiente podría agregar credibilidad al proceso. Una capacidad fiscal en toda la UE para la estabilización macroeconómica y la provisión de bienes públicos también fortalecería el marco. Es vital que se llegue pronto a un acuerdo para que el nuevo marco pueda anclar las políticas fiscales en 2025 y más allá” (<https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/06/15/euro-area-imf-staff-concluding-statement-of-2023-mission-on-common-policies-for-member-countries>)

<sup>2</sup> Los ministros de finanzas de Chequia, Austria, Bulgaria, Dinamarca, Croacia, Eslovenia, Lituania, Letonia, Estonia y Luxemburgo. <https://elpais.com/economia/2023-06-15/europa-debe-contar-con-una-normativa-clara-para-reducir-la-deuda-que-se-aplique-por-igual-a-todos-los-estados.html>

BANCO DE ESPAÑA. (2023). *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)*. 18-6-2023. <https://www.bde.es>

COMISIÓN EUROPEA. (2023a). Recommendation for Council Recommendation on the 2023 National Reform Programme of Spain and delivering a Council opinion on the 2023 Stability Programme of Spain. [www.commission.europa.eu/](http://www.commission.europa.eu/)

COMISIÓN EUROPEA. (2023b). *2023 Country Report. Spain*. [www.commission.europa.eu/](http://www.commission.europa.eu/)

FUNCAS. (2023). *Previsiones económicas para España 2023-2024. Julio 2023*. [www.funcas.es](http://www.funcas.es)

GOBIERNO DE ESPAÑA. (2023). *Actualización del Programa de Estabilidad 2023-2026. Reino de España*. [www.hacienda.gob.es](http://www.hacienda.gob.es)

LAGO PEÑAS, S. (2022). Presupuestos generales y plan presupuestario para 2023: un análisis conjunto. *Cuadernos de Información Económica*, 291. <https://www.funcas.es/articulos/presupuestos-generales-y-plan-presupuestario-para-2023-un-analisis-conjunto/>

LAGO PEÑAS, S. (2023). Las reglas fiscales europeas y su plasmación en las haciendas subcentrales españolas. *Papeles de Economía Española*, 175. Disponible en [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2023/03/PEE-175\\_Lago.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2023/03/PEE-175_Lago.pdf)

# Bancos centrales: ¿entre la espada y la pared?

José Ramón Díez Guijarro\*

**La economía mundial afronta una nueva fase en el proceso de búsqueda de nuevos equilibrios tras la acumulación de *shocks* en los últimos años. Y en esa transición, por primera vez en la última década, se va a poner a prueba el doble mandato de los bancos centrales –inflación y estabilidad financiera– una vez que el intenso endurecimiento de las condiciones financieras empieza a originar focos de tensión. La crisis de Silicon Valley Bank y sus reverberaciones en Europa (Credit Suisse) no ha sido un *game changer*, pero sí un aviso del precio en términos de estabilidad financiera que puede ocasionar la última fase del proceso de normalización monetaria. Además de una señal de que la supervisión y regulación del sistema financiero se enfrentan a nuevos retos, casi una década después de los cambios aplicados tras las Gran Crisis Financiera. La noticia positiva es que un trimestre después del inicio de las tensiones en EE. UU., el foco de estrés financiero parece bastante controlado y, aunque es demasiado pronto para estimar los efectos sobre la actividad, nos encontramos muy lejos de una situación de *credit-crunch*.**

## ¿El fin del principio?

La Gran Crisis Financiera (2008-2012) amplió el objetivo de los bancos centrales, cuando la tradicional meta de inflación se vio completada con la estabilidad financiera<sup>1</sup>, prerequisite para mantener los precios controlados, al propiciar un correcto

funcionamiento del canal de transmisión de la política monetaria. Hasta este año, después de una larga etapa de política monetaria extraordinariamente expansiva, no habían existido contradicciones entre ambas metas, pero el intenso endurecimiento de la política monetaria desde principios del 2022 puede poner a prueba la compatibilidad de ambos

\* CUNEF.

<sup>1</sup> La definición de estabilidad financiera para el BCE es aquella “condición en la que el sistema financiero es capaz de soportar perturbaciones y una corrección brusca de los desequilibrios financieros. Ello reduce la posibilidad de que se produzcan trastornos en el proceso de intermediación financiera lo suficientemente graves como para afectar negativamente a la actividad económica real”.

objetivos<sup>2</sup>. En teoría, la inestabilidad macroeconómica se debe abordar con los instrumentos y canales de transmisión tradicionales de la política monetaria, mientras la financiera se afronta con regulación y supervisión macroprudencial, además de con una gestión adecuada de las ventanillas de liquidez. Pero, en momentos de pérdida de confianza en el sistema, las herramientas y objetivos se mezclan, como se ha vuelto a poner de manifiesto en EE. UU. el pasado mes de marzo.

---

*Subidas tan marcadas de los tipos de interés son un exigente test de estrés para las entidades que presentan debilidades en sus modelos de negocio, no corregidas por una inadecuada regulación/supervisión. Este era el caso del SVB, que multiplicó por tres su balance en tres años, gracias al crecimiento de los depósitos de empresas tecnológicas, invirtiendo esa liquidez en deuda pública a largo plazo sin ningún tipo de cobertura.*

---

El origen de las tensiones, como cabía esperar, ha sido la subida de los tipos de interés mundiales en más de 4 puntos porcentuales (pp) en el último año y medio, un movimiento que por su rapidez e intensidad no tiene parangón en las últimas décadas. Con la política monetaria ya en zona restrictiva, cuando termine el proceso de subida de tipos de interés<sup>3</sup>, la dosis de endurecimiento de los bancos centrales habrá más que duplicado la media de los ciclos de subidas de tipos de interés de últimas décadas (450 versus 200 punto básicos)<sup>4</sup>. Algo para lo que no estaban preparados ni los agentes económicos, ni los mercados financieros<sup>5</sup>, tras una década conviviendo con una política monetaria extraordinariamente expansiva. En diciembre de 2021, las expectativas de política monetaria prácticamente no

anticipaban ningún movimiento de los principales bancos centrales en 2022, pese a que ya eran notorias las señales negativas en el comportamiento de la inflación.

Subidas tan marcadas de los tipos de interés constituyen un exigente test de estrés para las entidades financieras que presentan debilidades en sus modelos de negocio, no corregidas por una inadecuada regulación/supervisión. Este era el caso del Silicon Valley Bank (SVB) que multiplicó por tres su balance en tres años, gracias al crecimiento de los depósitos de empresas tecnológicas, invirtiendo esa liquidez en deuda pública a largo plazo sin ningún tipo de cobertura. En cuanto se produjo el viraje de los bancos centrales, el banco empezó a acumular fuertes pérdidas latentes. Las dudas sobre la situación de liquidez y solvencia de la entidad propiciaron una fuga acelerada de depósitos, muy concentrados y poco estables (un 95 % de los depósitos eran superiores a 250.000 dólares y, por tanto, no estaban garantizados). El papel de las redes sociales terminó agudizando el problema y en una sola jornada salieron 40.000 millones de la base de depósitos (25 % del total). Una fuga de depósitos de una intensidad ocho veces superior a la que se produjo en el momento de máxima tensión de la crisis financiera de 2008.

Para evitar el contagio, el Tesoro y la Corporación Federal de Garantía de Depósitos (*FDIC*, por sus siglas en inglés) anunciaron que se garantizaban todos los depósitos del banco, y la Reserva Federal (*Fed*) anunció una nueva facilidad de liquidez a un año (*Bank Term Funding Program*), permitiendo utilizar como garantías bonos del estado descontados a su valor nominal. Otras tres entidades también fueron intervenidas: Silvergate y Signature Bank (ambas con exposición a empresas de criptomonedas) y First Republic Bank. El contagio en Europa se centró

<sup>2</sup> Como acaba de recordarnos el BIS (2023), una combinación más equilibrada entre política monetaria y fiscal favorecería la convivencia de ambas metas.

<sup>3</sup> Después de los últimos movimientos del Banco de Canadá, Banco de Inglaterra o BCE y de las nuevas previsiones de los miembros del FOMC de la Fed, probablemente veremos otros 50 puntos básicos más de subidas antes de llegar al *terminal rate*.

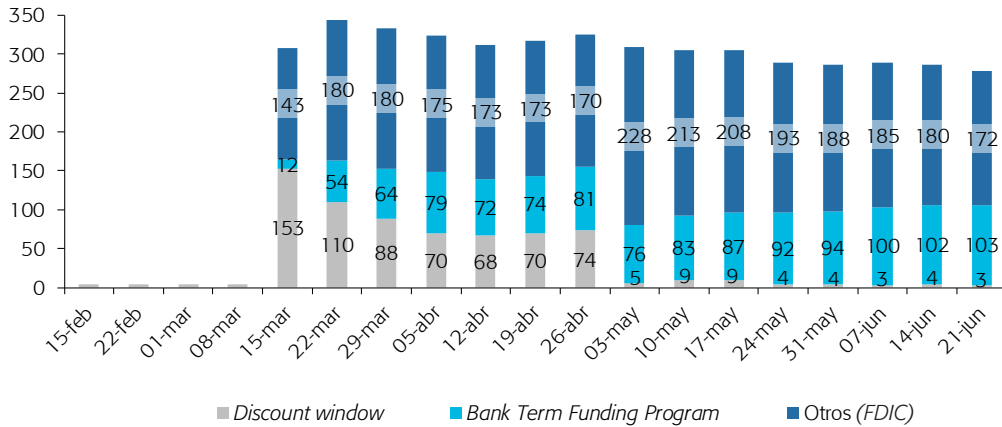
<sup>4</sup> Aunque también es cierto que el punto de partida en esta ocasión ha sido mucho más bajo.

<sup>5</sup> El primer aviso se produjo en septiembre de 2022 con la crisis de la deuda británica y sus efectos en los fondos de pensiones.

Gráfico 1

**Apelación a las ventanillas de la Fed, 2023**

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Reserva Federal.

en Credit Suisse, un banco que venía arrastrando problemas reputacionales desde hace años y que acumulaba salidas de depósitos por valor de 68.000 millones de dólares durante los tres primeros meses del año<sup>6</sup>. Finalmente, tuvo que ser intervenido y vendido a UBS<sup>7</sup>, con una polémica prelación en la liquidación entre accionistas y bonistas.

*Tanto la cotización de los bancos regionales, como los movimientos de los depósitos dentro del sistema financiero americano, estarían reflejando que la crisis parece bastante estabilizada. Solo durante el epicentro de las tensiones (mitad de marzo), se produjo una destacable salida de fondos desde los bancos regionales a los grandes bancos americanos.*

Con la compra de First Republic por JP Morgan a principios de mayo, la sensación es que la situación está bastante controlada, gracias a la rápida

intervención y venta de las entidades afectadas y al colchón de seguridad que ha supuesto la activación de las ventanillas de liquidez en EE. UU. Desde la segunda quincena de marzo, los bancos americanos están obteniendo 300.000 millones de dólares a través de las facilidades de la Fed (gráfico 1) e, incluso, en las últimas semanas se está produciendo una reducción de dicha apelación, síntoma de una paulatina reducción de las tensiones.

De la misma forma, también parece que tanto la cotización de los bancos regionales, como los movimientos de los depósitos dentro del sistema financiero americano, estarían reflejando que la crisis parece bastante estabilizada. De hecho, solamente durante el epicentro de las tensiones (mitad de marzo), se produjo una destacable salida de fondos desde los bancos regionales a los grandes bancos americanos (gráfico 2).

A partir de ese momento, el trasvase ha sido limitado y sólo se produce un lógico movimiento

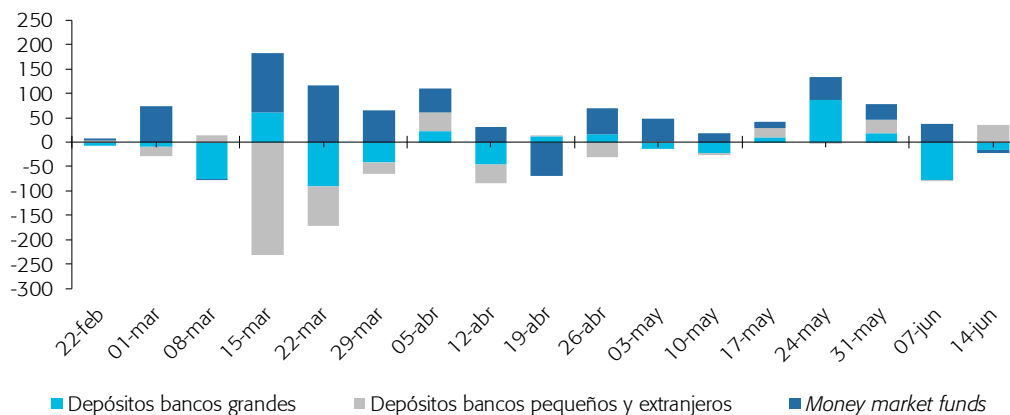
<sup>6</sup> Credit Suisse arrastraba problemas reputacionales, había sufrido importantes pérdidas por operaciones fallidas (Archegos y Greensill Capital) y tenía una base de depósitos poco cubierta por el fondo de garantía de depósitos.

<sup>7</sup> La garantía del estado es de 9.000 millones de euros y el Banco Nacional de Suiza puso a disposición de la nueva entidad una línea de liquidez de 100.000 millones de euros. La fusión se produjo en un fin de semana, antes de la apertura de los mercados asiáticos, aprovechando la flexibilidad que otorga el artículo 185 de la Constitución de Suiza.

Gráfico 2

### Movimientos de depósitos y fondos monetarios (EE. UU.)

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Caixabank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

de clientes minoristas hacia fondos monetarios, aprovechando las elevadas rentabilidades de los bonos a corto plazo. Por tanto, las autoridades americanas han conseguido: proteger a los depositantes, minimizar el riesgo para los contribuyentes y limitar la pérdida de confianza en los bancos regionales que, en muchos estados, son clave para el

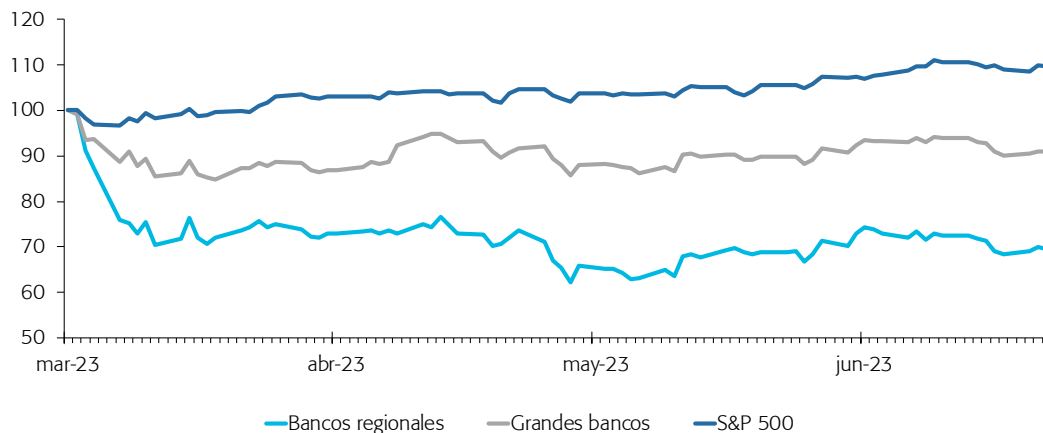
mecanismo de transmisión de la política monetaria (gráfico 3).

De hecho, tras la pausa en el proceso de subida de tipos del mes de junio, los miembros del FOMC han revisado al alza sus previsiones de tipos de interés para final de año (+50 puntos básicos, pb), a la

Gráfico 3

### Cotizaciones de los bancos americanos

(Base 100 en 07/03/2023)



Fuente: Bloomberg.



vez que el mercado ya no descuenta bajadas de tipos de interés a partir del verano, reflejando que, en la balanza entre estabilidad económica y financiera, la atención vuelve a concentrarse en el comportamiento de la inflación a corto plazo. Lo que no deja de ser una buena señal.

Por tanto, un trimestre después de que se desencadenase el primer episodio de inestabilidad financiera causado por el endurecimiento monetario<sup>8</sup>, aun siendo conscientes de que los efectos de las subidas de los tipos de interés van a continuar siendo una amenaza sobre la parte más frágil del sistema financiero y de los mercados financieros durante un largo período de tiempo, la situación parece bastante controlada. Por tanto, las principales conclusiones de los acontecimientos de marzo son:

- Los bancos afectados (SVB, Signature, etc.) eran *outliers* que presentaban modelos de negocio con una elevada fragilidad, fruto de una inadecuada gestión.

---

*Después de una década tras la última crisis financiera, la supervisión y la regulación deben adaptarse a nuevos desafíos, como el papel de las redes sociales. La velocidad de propagación de las crisis de confianza puede ser mucho mayor que en el pasado, lo que debe reforzar la rapidez y flexibilidad de las intervenciones.*

---

- Una vez más se pone de manifiesto que la cadena financiera es tan fuerte como su eslabón más débil, lo que implica la necesidad de contar con estándares elevados de supervisión y regulación, independientemente del tamaño de las entidades. Anticipar fragilidades como la

de SVB, implica utilizar mecanismos cualitativos preventivos que permitan la reordenación de los modelos de negocio.

- El contagio al resto del mundo desde EE. UU. ha sido limitado<sup>9</sup>, con la excepción de Credit Suisse que ya arrastraba importantes problemas de reputación. Incluso, se ha ido recuperando de forma paulatina el mercado de AT1 (bonos contingentes convertibles) que experimentó una fuerte disrupción cuando los inversores en estos instrumentos en Credit Suisse perdieron la totalidad del valor de sus inversiones antes que los accionistas<sup>10</sup>, alterando el orden de prelación. La cotización de los AT1 se ha revalorizado más de un 10 % desde el mínimo nivel registrado el 20 de marzo, situándose sólo un 4 % por debajo del nivel previo a la crisis (gráfico 4).
- Después de una década tras la última crisis financiera, la supervisión y regulación deben adaptarse a nuevos desafíos, como el papel de las redes sociales. La velocidad de propagación de las crisis de confianza puede ser mucho mayor que en el pasado, lo que debe reforzar la rapidez y flexibilidad de las intervenciones. Durante el tercer trimestre de este año, los reguladores americanos van a publicar los nuevos requisitos de capital en EE. UU.<sup>11</sup>. Mientras el Banco Nacional de Suiza (SNB, 2023) reconoce en su último *Informe de Estabilidad* que la crisis de Credit Suisse ha puesto de manifiesto que: i) los *buffers* de liquidez eran insuficientes para abordar una salida tan intensa de depósitos, ii) los *triggers* para ejecutar los AT1 eran inadecuados, pues no saltaron cuando la salud financiera del banco ya era muy precaria y iii) el exceso de

<sup>8</sup> En el caso de la crisis de la deuda en el Reino Unido de septiembre de 2022, el origen de las tensiones fue el anuncio de un paquete fiscal que empeoraba de manera importante la salud de las finanzas públicas.

<sup>9</sup> Nada parecido a lo que ocurrió en 2008, con el contagio provocado por los *CDO*.

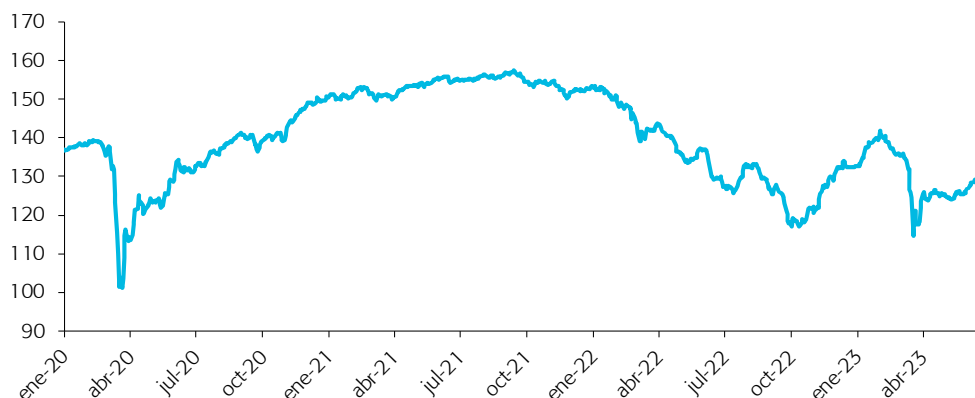
<sup>10</sup> Las autoridades de la zona del euro rápidamente aclararon que este tratamiento de los AT1 no habría sido posible en la Unión Europea.

<sup>11</sup> La clave será los cambios en la regulación de las 100 entidades de tamaño medio (las 20 mayores están supervisadas directamente por la Fed). Su balance oscila entre los 10.000 y los 150.000/200.000 millones de dólares y proporcionan un tercio del total de préstamos.

Gráfico 4

### Cotización de los AT1

(Índice)



Fuente: Bloomberg

capital regulatorio no funcionó como red de seguridad.

■ La inestabilidad financiera en el mes de marzo ha vuelto a sacar a la palestra el papel de los fondos de garantía de depósitos. El Informe del FDIC sobre la crisis de marzo recuerda que en EE. UU. hay un 46,6 % de depósitos no asegurados por el límite actual (250.000 dólares). Las propuestas de reforma del FDIC son:

- aumentar el límite de los depósitos cubiertos desde 250.000 dólares a la cantidad que se estime oportuna (*limited coverage*),
- asegurar todos los depósitos con independencia de su importe de forma ilimitada (*unlimited coverage*), con los problemas de riesgo moral que eso puede conllevar,
- mantener la cobertura de los depósitos actuales (250.000 dólares) y adicionalmente la totalidad de los depósitos transaccionales (*targeted coverage*). Esta última opción

es la preferida por los autores del informe, pero la dificultad consiste en definir qué es un depósito transaccional (medio de pago) frente a un depósito cuya finalidad es el ahorro (reserva de valor).

Finalmente, la pregunta es dónde pueden estar los siguientes focos de inestabilidad. En su último *Informe de Estabilidad Financiera*, la Fed (2023) detecta como principales puntos de fragilidad: las valoraciones del *commercial real estate (CRE)*<sup>12</sup>, el apalancamiento de los *hedge funds*, los préstamos de los bancos americanos a los intermediarios financieros no bancarios, la situación de liquidez en algunas compañías de seguros de vida en EE. UU., además de las debilidades estructurales en algunas categorías de fondos de inversión.

### Impacto de la inestabilidad financiera

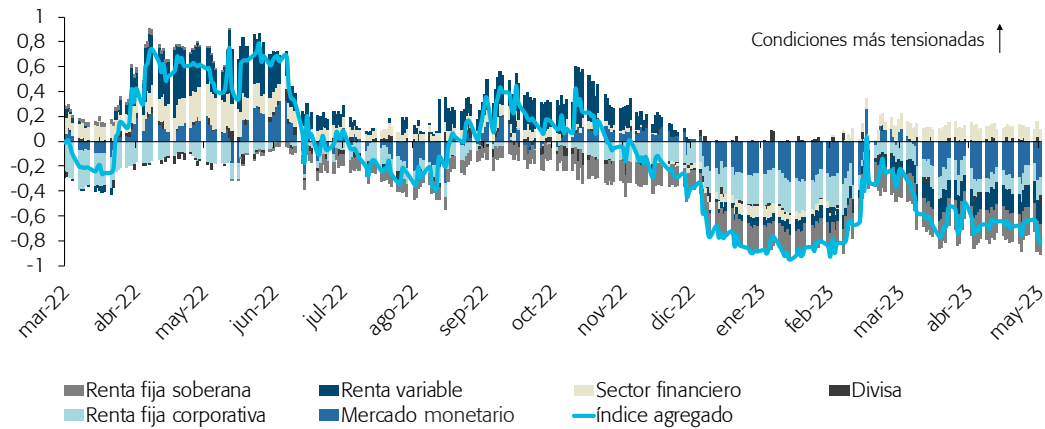
La gran duda en un mundo sujeto a importantes cambios como el actual es cómo puede alterar un

<sup>12</sup> El valor total de la exposición al CRE es de 5,6 billones de dólares, aunque la parte más débil (oficinas en el centro de las grandes ciudades) representa un 25 % de la exposición total.

Gráfico 5

**Índice de condiciones financieras (EE. UU.)**

Índice (0=promedio histórico)



Fuente: CaixaBank Research.

episodio de inestabilidad financiera como el del mes de marzo, los mecanismos de transmisión de la política monetaria, afectando al delicado balance que afrontan los bancos centrales, al tener que equilibrar los objetivos de crecimiento, inflación y estabilidad financiera. De hecho, tras mantener las decisiones de subidas de tipos en el mes de marzo (lo contrario hubiese inyectado desconfianza en los agentes) hasta el mes de junio, los bancos centrales se tomaron un tiempo para valorar los efectos de la crisis de las entidades regionales americanas en actividad, bien pausando las subidas de tipos de interés (Fed, Banco de Canadá, etc), bien reduciendo la intensidad de las mismas (BCE). Siendo la confianza de los agentes, las condiciones financieras y los estándares crediticios, los canales de transmisión de un episodio de estrés financiero a la actividad. Respecto a la confianza de los agentes, desde el primer momento no se percibió un deterioro de las expectativas de familias y empresas. La rápida respuesta de la Reserva Federal y del FDIC, incluso asegurando todos los depósitos de los primeros bancos afectados, limitó los daños a corto plazo en la confianza de los agentes. Algo que se ha manifestado en la estabilidad

ya comentada de los flujos de depósitos desde los bancos regionales a las grandes entidades del país (gráfico 2).

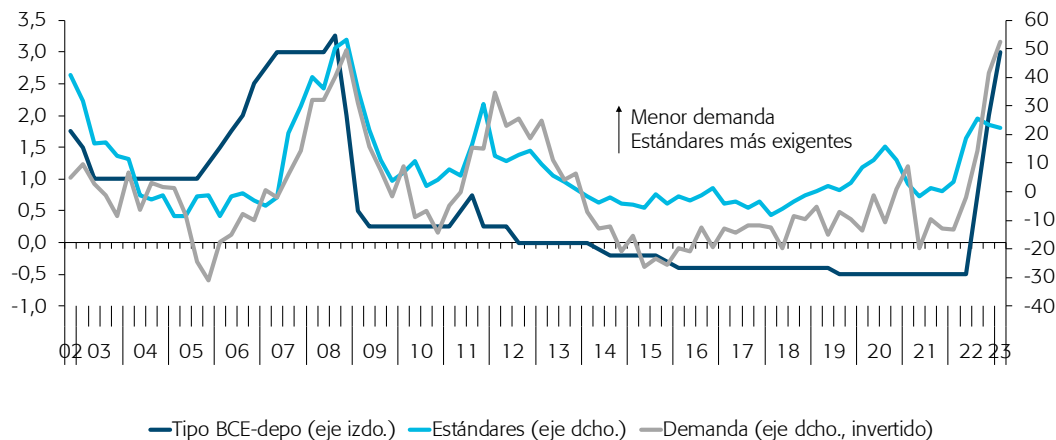
Por su parte, la crisis supuso un tensionamiento de las condiciones financieras tanto en la eurozona, como en EE. UU. (gráfico 5)<sup>13</sup>. Las métricas sugieren, sin embargo, que el deterioro fue de corta duración y de mucha menor intensidad que en episodios anteriores. De hecho, el endurecimiento fue muy inferior a otros momentos de incertidumbre en los últimos años, como fue el caso de la invasión de Ucrania por las fuerzas rusas. Y parte del tensionamiento ya se ha corregido, especialmente en EE. UU. Por componentes, la bajada de las expectativas de tipos de interés y la consecuente caída en la rentabilidad de los bonos soberanos a corto plazo compensaron en parte la ampliación de diferenciales tanto en los bonos corporativos (especialmente en los activos de peor calidad) como en los diferenciales de los tipos interbancarios y la cotización de los bancos en la bolsa. Pero, en general, no hubo ningún momento de amenaza para el funcionamiento de los segmentos de mercado con más fragilidad, ni los bancos

<sup>13</sup> El primer impacto del endurecimiento monetario se produce en las condiciones financieras y, posteriormente, afecta a la actividad y la inflación.

Gráfico 6

### Condiciones de oferta y demanda de crédito (UEM)

(Porcentajes)



*Nota:* Los porcentajes se refieren a la diferencia neta entre el número de entidades que han endurecido los estándares / han visto un aumento en demanda y los que han relajado estándares / han visto una caída en demanda.

*Fuente:* Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE.

centrales se vieron obligados a intervenir<sup>14</sup>, más que reforzando alguna ventanilla de liquidez en EE. UU. y aumentando los *swaps* de divisas en dólares entre la Fed, BCE, Banco de Canadá, Banco de Japón y Banco Nacional de Suiza.

*Los efectos del endurecimiento monetario son más pronunciados en la demanda de financiación que en la disponibilidad de crédito. Por tanto, la situación distaría mucho del credit-crunch que se produjo en muchos países en la crisis de 2008-2012, reflejando ahora una posición de solvencia y liquidez muy diferente del sistema financiero internacional.*

Finalmente, los incrementos de tipos de la Fed y el BCE (+500 pb y +400 pb, respectivamente) ya se están traduciendo en un endurecimiento de los estándares crediticios y en un debilitamiento de la demanda

de crédito, lo que anticiparía un enfriamiento del canal crediticio. Así lo reflejan las últimas encuestas al sector bancario que elaboran Fed y BCE (en concreto, la BLS en Europa y la SLOOS en EE. UU.), que recogen este tensionamiento acumulado con datos del primer trimestre de 2023 (gráfico 6).

Sin embargo, hay que resaltar que la tendencia no se agudiza después de la crisis financiera de marzo, ni por el lado de la oferta, ni de la demanda, lo que implica una continuidad de la inercia anterior. De la misma manera que se pone de manifiesto que los efectos del endurecimiento monetario son más pronunciados en la demanda de financiación que en la disponibilidad de crédito. Por tanto, la situación distaría mucho del *credit-crunch* que se produjo en muchos países en la crisis de 2008-2012, reflejando ahora una posición de solvencia y liquidez muy diferente del sistema financiero internacional. En definitiva, en un contexto de mayores tipos de interés, estándares más exigentes y menor demanda, sería natural observar un menor dinamismo de los

<sup>14</sup> Al contrario de lo que ocurrió en marzo y abril de 2020.

volúmenes de crédito. Pero nada excepcional, ni diferente a lo que esperan los bancos centrales de uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria.

## Conclusiones

Las turbulencias financieras se han ido moderando en las últimas semanas, reflejando el carácter idiosincrático de los episodios de SVB y Credit Suisse y la adecuada respuesta de los bancos centrales afectados. Este primer episodio de crisis causado por el endurecimiento monetario ha puesto de manifiesto tanto las debilidades en los modelos de negocio de algunas entidades financieras regionales americanas, como los fallos en su regulación y supervisión. Subidas tan marcadas e intensas de los tipos de interés constituyen un exigente test de estrés para entidades que presentan debilidades en solvencia y/o liquidez. La noticia positiva es que

el contagio ha sido bastante limitado. Pero debemos ser conscientes de las dificultades que afrontarán los bancos centrales según se vayan acercando al momento final del proceso de subida de los tipos de interés. Momento en el cual aumenta la complejidad de restaurar la estabilidad de precios y a la vez minimizar los focos de tensiones financieras.

## Referencias

BIS. (2023). *Annual Report 2023*.

FEDERAL RESERVE. (2023). *Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank* (April 2023).

MORRÓN, A. y MURILLO, R. (2023). ¿La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación. *Informe Mensual*, Caixabank Research, junio.

SNB. (2023). *Financial Stability Report 2023*.



# Riesgo de tipo de interés en los balances bancarios e inestabilidad financiera: Europa frente a EE. UU.

Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez\*

**Aunque el nuevo escenario de tipos de interés tiene efectos inequívocamente favorables para los márgenes bancarios, lo cierto es que la intensidad, rapidez y persistencia con que dichas elevaciones se han instalado en todos los tramos de la curva, tienen otros efectos potencialmente muy adversos para los bancos con mayor exposición a riesgo de interés, como se ha demostrado con los episodios de crisis recientes en varios bancos estadounidenses y en el suizo Credit Suisse. En dicho contexto, y en aras de evitar contagios con implicaciones para la estabilidad financiera, es fundamental una correcta medición de ese riesgo de interés latente, tanto en el activo (más allá de los convencionalismos asociados a la clasificación contable de las carteras), como en el pasivo, en términos de estabilidad y sensibilidad. En este artículo se aborda el marco existente de esa medición y el posicionamiento comparado de los bancos en Estados Unidos y Europa, poniendo de manifiesto que en ambos casos existe una considerable dispersión entre entidades.**

## Riego de interés y de liquidez: dimensiones y métricas de medición

El negocio bancario incorpora de forma consustancial la asunción de riesgo de tipo de interés y de liquidez, ambos estrechamente relacionados. Concretamente, en su función de intermediación, los bancos asumen pasivos mayoritariamente a plazos cortos (con vencimiento inmediato en el caso de los depósitos a la vista) y llevan a cabo colocaciones

a largo plazo, tanto crediticias (préstamos hipotecarios en su mayoría), como inversiones en valores de renta fija (bonos y obligaciones). Esta transformación de plazos, entre el corto de los pasivos hacia el largo de los activos, incorpora un componente de descuadre o *mismatch* entre los vencimientos de los activos y pasivos que da lugar a los conocidos como riesgos estructurales de balance, es decir, riesgo de liquidez y de tipo de interés, de acuerdo con el marco vigente de regulación de los riesgos bancarios.

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

El riesgo de tipo de interés deriva de la estructura de balance en cuanto al diferente horizonte de fijación de tipo de interés del activo y del pasivo, el cual se materializa en la posibilidad de incurrir en pérdidas motivadas por cambios en los tipos de interés de mercado.

Este riesgo debe ser medido y gestionado desde una doble perspectiva temporal:

- En el corto plazo, mediante el análisis del impacto sobre el margen de intereses, siendo el elemento principal la sensibilidad de la cuenta de resultados de la entidad a corto plazo (12 meses) entre un escenario base de tipos de interés y otro resultante de aplicar un determinado *shock*. Ese margen de intereses, entendido como la diferencia entre los intereses y rendimientos obtenidos en los diversos productos financieros (crédito, valores de renta fija e interbancario activo) y el coste de los recursos ajenos (depósitos, interbancario pasivo y financiación mayorista), tiene una sensibilidad a variaciones de tipos de mercado en función de las brechas o los gap de reprecación de los diferentes componentes del balance, así como de la vinculación de sus tipos de reprecación a los de mercado.
- Con un enfoque de más largo plazo, el riesgo de tipo de interés debe ser medido mediante el análisis del impacto sobre el valor económico, en el que el elemento principal es la sensibilidad del valor económico de la entidad ante las variaciones de los tipos de interés. A estos efectos, el valor económico es el valor actual de todos los flujos futuros de acuerdo a la composición presente del balance, midiéndose la sensibilidad de dicho valor entre un escenario base y un escenario adverso de tipos de interés. Por tanto, su horizonte temporal de afectación es mucho más extenso que el horizonte anual que se plantea para medir la sensibilidad del margen de intereses.

Junto al riesgo de tipo de interés, en el que la clave es la diferente estructura de reprecaciones en activos y pasivos, hay que considerar el riesgo de

liquidez, en el que la clave es la estructura de vencimientos del balance, determinando la disponibilidad de los activos para hacer frente a la exigibilidad de los pasivos.

Concretamente, el riesgo de liquidez surge del desfase entre el grado de exigibilidad del pasivo y el de disponibilidad del activo, así como del elevado coste de liquidar un activo en caso de necesidad, originando dos enfoques para la gestión de ese riesgo:

- Riesgo de liquidez básica: con un enfoque de corto plazo, riesgo de no disponer de activos líquidos suficientes para afrontar los compromisos exigidos en un momento determinado.
- Riesgo de liquidez estructural: con un enfoque de largo plazo o estratégico, como la dificultad para conseguir financiación que permita crecimiento de activo.

En todo caso, esas dimensiones complementarias de medición de riesgo de tipo de interés y liquidez pueden no proporcionar información suficiente sobre los impactos adversos ante cambios bruscos en los tipos, como los que han tenido lugar en el último año, máxime si se ven acompañados de comportamientos por parte de los clientes —retiradas masivas y rápidas de fondos, amortizaciones anticipadas de préstamos, etc.— que acentúen las situaciones percibidas de debilidad de algunas entidades ante esos riesgos de tipo de interés y liquidez.

Ese ha sido claramente el caso en el banco estadounidense SVB —y en cierta medida, Signature y First Republic—, cuyo balance acumulaba un excesivo riesgo de tipo de interés y de liquidez, al combinar una posición en bonos a largo plazo y a tipo fijo en un importe que representaba casi la mitad de su balance, con una contrapartida en el pasivo que descansaba en depósitos de corto plazo que, en alguna de estas entidades, llegaban a suponer el 80 % de su balance, estando sometidos estos pasivos a un riesgo de reprecación que estrecharía el margen o, en su caso, a un riesgo de retirada masiva de los mismos dado su carácter inestable, como efectivamente acabó ocurriendo.



La intensidad y rapidez con que ambos riesgos –interés y liquidez– se materializaron y autoalimentaron, provocaron el colapso de dicho banco, el contagio a otros bancos con estructuras similares –los mencionados Signature y First Republic–, y la necesidad de intervención por parte de las autoridades competentes –Reserva Federal (Fed), Tesoro y Garantía de Depósitos (FDIC)– para frenar un contagio que amenazaba con extenderse de forma muy preocupante, pudiendo poner en peligro la estabilidad financiera.

Es en dicho contexto en el que surgen dos reflexiones que se abordan en las dos próximas secciones. La primera, referida a la suficiencia del actual marco de regulación y/o supervisión de esos riesgos de tipo de interés y liquidez, el cual no ha permitido anticipar o prevenir un exceso de asunción de ambos riesgos por parte de los bancos mencionados. Y la segunda, con una perspectiva de estabilidad financiera, en la que se trata de analizar el posicionamiento comparado del sistema bancario europeo con el estadounidense en esos riesgos y la presencia de potenciales focos de riesgo excesivos en uno y otro sistema.

## El marco regulador y supervisor del riesgo de interés

Contrariamente al riesgo de crédito, que se traduce de forma explícita en requerimientos de capital para todas las entidades en el denominado Pilar 1, el riesgo de tipo de interés no comporta dichos requerimientos explícitos de capital regulatorio y su vigilancia cae en el ámbito de la supervisión. En este caso, el supervisor podrá imponer exigencias en forma de mayores requerimientos de capital para cada entidad bajo el denominado Pilar 2 si se estima que la entidad mantiene una exposición excesiva a dicho riesgo.

En todo caso, es en este marco regulatorio y supervisor donde se encuentra una de las primeras diferencias entre la banca europea y estadounidense. En concreto, el marco aplicable en Estados Unidos para entidades de un tamaño entre 100.000 y 250.000 millones de dólares fue revisado y

aprobado durante la Administración Trump, dejando a estas entidades bajo un paraguas normativo y supervisor dotado de una cierta “laxitud”. Esta excepción aplicable a entidades de un tamaño que puede ser considerado relevante a efectos de estabilidad financiera ha sido objeto de crítica, en la medida en que ha permitido a las tres entidades mencionadas (SVB, Signature y First Republic) la aplicación de un marco de gestión y control del riesgo de tipo de interés y de liquidez que, como se ha puesto de manifiesto, presentaba importantes deficiencias. Por este motivo es probable que dicho marco sea sometido a revisión en determinados ámbitos, como por ejemplo, los requerimientos de capital aplicables en línea con el comunicado que lanzaba el vicepresidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Michael S. Barr (2023), tras la revisión de la crisis de SVB.

Sin embargo, este marco diferencial aplicable a entidades de un determinado tamaño no es la única diferencia entre la normativa de Estados Unidos y Europa vinculada a los episodios recientes. En concreto, podemos encontrar otro aspecto destacable, en este caso, de carácter contable, que puede haber sido incluso más determinante en el proceso de caída de los mencionados bancos y, sin ninguna duda, en el caso de SVB. Cabe recordar que el marco contable es extraordinariamente relevante en el caso de las inversiones en instrumentos de renta fija (bonos del Tesoro, sobre todo) a largo plazo. Dichas inversiones pueden realizarse con diferentes motivaciones, desde la puramente especulativa (apostar a bajadas de tipos de interés, que aumentan el valor de un bono comprado a tipos bajos), a una más estructural de gestión de balance (cobertura frente a tipos bajos durante un largo periodo de tiempo) o, simplemente, como activos de alta liquidez para cubrir las exigencias regulatorias en materia de riesgo de liquidez.

En términos de clasificación de estas inversiones en carteras contables, la normativa NIIF aplicable en Europa vincula la clasificación contable con el “modelo de negocio” que la entidad utiliza para gestionar la cartera, mientras que la normativa US GAAP aplicable en Estados Unidos la vincula con la intención de la entidad al adquirir los títulos. En función de estos criterios vigentes a uno y otro lado del

Atlántico, las entidades, de acuerdo con su normativa contable, deberán clasificar estos activos en una cartera u otra, suponiendo dicha clasificación un reconocimiento diferente de las pérdidas o ganancias asociadas a la variación del valor de mercado de los instrumentos financieros en los que se ha invertido. En concreto, las carteras de inversión adquiridas para *trading* de corto plazo o con la intención de maximizar el valor para el inversor a lo largo de la vida del título deben reflejar instantáneamente las variaciones de valor, ya sea contra resultados del período o contra patrimonio, mientras que las carteras en las que las entidades persigan una finalidad de mantener hasta el vencimiento (*held to maturity* o *HTM*) se contabilizan sin reflejar el impacto patrimonial de las variaciones de valor económico derivadas de la evolución de los tipos de interés de mercado, que solo aflorarán en caso de que los bonos se vendan.

Este fue precisamente el caso de SVB, que se vio obligado a vender parte de su cartera de bonos mantenidos a vencimiento con el fin de restaurar su posición de liquidez en un contexto de fuerte salida de depósitos, acelerada por la especialización de dicho banco en depositantes muy volátiles, sensibles a tipos de retribución y a rumores extendidos en redes sociales. Sin embargo, esta venta de cartera para atender la salida de fondos afloró una importante pérdida de valor, no solo en los bonos vendidos, sino que contaminó a toda la cartera clasificada como *HTM*. Como bien explican Coelho, Restoy y Zamil (2023), esta es otra gran diferencia entre Estados Unidos y Europa, en la medida en que bajo la normativa europea las entidades pueden identificar distintos modelos de negocio en sus carteras de instrumentos, de tal manera que este efecto contaminación pueda ser limitado y no suponer necesariamente la reclasificación del total de la cartera de *HTM*. Esta diferencia resulta especialmente relevante en un contexto en el que los tipos de mercado han experimentado elevaciones superiores a 300 puntos básicos desde los mínimos alcanzados a finales de 2022, generándose unas pérdidas de valor en el caso de un bono a 10 años comprado a tipos de entonces cercanas al 20 %. Teniendo en cuenta que, en el caso específico de SVB, la cartera de *HTM* suponía casi la mitad de su balance, el efecto contaminación total y obligatorio de esta cartera que

implica la normativa contable americana pudo ser un factor que contribuyó claramente a acelerar la caída de la entidad.

Con todo ello, se concluye que el enfoque europeo puede permitir un mayor blindaje del capital respecto a variaciones en el mercado, frente a un enfoque estadounidense más proclive a incorporar la valoración del mercado en la gestión bancaria. Cada uno tiene sus ventajas e inconvenientes, siendo el modelo estadounidense más transparente, pero también más procíclico y proclive a generar pánicos autoalimentados.

---

*El marco regulador europeo puede permitir un mayor blindaje del capital respecto a variaciones en mercado, frente al enfoque estadounidense, más proclive a incorporar la valoración del mercado en la gestión bancaria. Cada uno tiene sus ventajas e inconvenientes, siendo el modelo estadounidense más transparente, pero también más procíclico y proclive a generar pánicos autoalimentados.*

---

Cabe mencionar, por otro lado, que el reto que suponen actualmente estos potenciales pánicos autoalimentados es si cabe mayor por la inmediatez con la que estas salidas se pueden producir en un contexto de uso extendido y generalizado de canales digitales en el negocio bancario, especialmente en determinados segmentos de clientes. Los episodios recientes han abierto un debate adicional sobre la suficiencia de los requisitos de liquidez exigidos actualmente y la conveniencia de la metodología empleada en el cálculo de estas ratios, teniendo en cuenta que su calibración en base al histórico puede no recoger elementos de alta inestabilidad que actualmente juegan un papel crucial en los modelos de comportamiento, especialmente, en las salidas de depósitos. En concreto, la ratio de liquidez regulatoria con visión a más corto plazo, *liquidity coverage ratio* o *LCR*, contempla un escenario de salida de fondos estresado en el plazo de un mes. Como se ha puesto de manifiesto, episodios de desconfianza como los recientemente vividos pueden dar lugar

a salidas relevantes de fondos en un plazo mucho más ajustado, con una velocidad incluso superior a la de otros episodios de inestabilidad, teniendo en cuenta que estas ratios regulatorias no contemplan elementos que pueden ser claves en la medición de la sensibilidad de la entidad a sufrir salidas intensas de depósitos, como pueden ser el nivel de concentración de los saldos y su volumen medio.

Esta mayor sensibilidad por la concentración de los saldos de depósitos, se ha puesto de manifiesto en la peculiar estructura de depositantes de SVB, con elevados importes medios, muy superiores a los importes *a priori* cubiertos por el fondo de garantía de depósitos americano (*FDIC*, por sus siglas en inglés) y muy concentrados en usuarios digitales, con gran capacidad de mover de forma instantánea y masiva fondos hacia otras colocaciones más rentables y/o seguras.

## Posicionamiento ante los riesgos de interés y liquidez en Europa y EE. UU.: agregado y dispersión entre entidades

Desde dichas consideraciones, de un riesgo de tipo de interés con algunas “lagunas” en sus enfoques contables y regulatorios y de un riesgo de liquidez en el que las métricas de medición parecen no contemplar elementos críticos identificados en los recientes episodios de crisis, se hace necesaria una revisión del posicionamiento del sistema bancario europeo frente al estadounidense, para extraer

conclusiones, tanto agregadas como de la posible existencia de focos de riesgo. Para ello, nos apoyaremos en esta sección en datos aportados por el Banco Central Europeo (BCE), la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

*Según las estimaciones del FMI, en el caso estadounidense, el 5 % de las entidades con mayor exposición a riesgo de interés tendría unas pérdidas latentes en sus carteras HTM que drenarían hasta 700 pb de su capital de primer nivel (CET1). En el caso de la banca europea, ese mismo percentil 5 % de bancos con mayor exposición a carteras de renta fija se enfrentaría a unas pérdidas latentes que drenarían 300 pb de su CET1.*

Una primera visión agregada de ambos sistemas bancarios permite concluir que el europeo mantiene una exposición al riesgo de tipo interés y de liquidez sustancialmente menor que el estadounidense, tal y como se recoge en los indicadores sintéticos mostrados en el cuadro 1:

- Por el lado del activo, los bancos europeos tienen un menor peso de carteras de renta fija en sus balances y, como consecuencia, menores minusvalías latentes en las carteras a vencimiento (*HTM*).
- Por el lado del pasivo, los bancos europeos presentan una mayor granularidad en su

Cuadro 1

### Indicadores de riesgo de tipo de interés y riesgo de liquidez. Eurozona frente a EE. UU.

	Eurozona	Estados Unidos
Tenencia de valores en % de activos	22	28
De los que: valores de renta fija	12	25
De los que: valores a vencimiento ( <i>HTM</i> )	8	10
Pérdida latente (% CET1)	50 pb	250 pb
Depósitos cubiertos FGD (% sobre total depósitos)	55	40

Fuentes: Elaboración propia con datos de ECB (2023), IMF (2023) y Schnabel (2023).

fuente principal de financiación, con un mayor peso de depósitos de menor importe unitario cubiertos por los fondos de garantías de depósitos nacionales.

En todo caso, cabe señalar que esos parámetros agregados para uno y otro sistema bancario encierran importantes dispersiones entre entidades, de tal manera que lo relevante es analizar los casos extremos (*outliers*) en los que los riesgos son más evidentes. Según las estimaciones del FMI, en el caso estadounidense, el 5 % de las entidades con mayor exposición a riesgo de interés tendría unas pérdidas latentes en sus carteras *HTM* que drenarían hasta 700 puntos básicos (pb) de su capital de primer nivel (CET1). Sin duda alguna, los tres bancos intervenidos (SVB, Signature y First Republic) se hallaban en dicho percentil de bancos con mayor exposición. En el caso de la banca europea, una estimación similar también realizada por el FMI, apunta a que el percentil 5 % de bancos con mayor exposición a carteras de renta fija se enfrentaría a unas pérdidas latentes que drenarían 300 pb de su CET1.

En la misma línea, y también según estimaciones del FMI, el grado de cobertura de los depósitos, que en mediana es sustancialmente mayor en Europa que en Estados Unidos, presenta una importante dispersión entre entidades, de tal manera que en el percentil inferior dicha cobertura bajaría al entorno del 30 % en ambas jurisdicciones.

---

*En el caso europeo, y aunque la vigilancia supervisora no deja fuera entidades por razón de tamaño, sería deseable avanzar hacia un mayor nivel de transparencia en cuanto a la exposición que cada entidad tiene al riesgo de tipo de interés con el fin de reducir futuros contagios.*

---

En resumen, de estas grandes cifras comparadas entre ambos sectores bancarios, así como de las consideraciones previas realizadas, se pueden desprender tres importantes reflexiones:

- En primer lugar, los problemas aparecidos en algunos bancos estadounidenses en relación

con el riesgo de interés y liquidez parecen estar bastante acotados en un número reducido de entidades y en absoluto cabe generalizar al conjunto del sistema. La excepcionalidad aplicada en la supervisión a ese tipo de entidades (de tamaño inferior a 250.000 millones de dólares) ha podido estar detrás de la no identificación previa de esa exposición y, por tanto, de la exigencia de capital para hacerle frente.

- Esa no identificación, a la que se une una cierta sensación de falta de información sobre el resto de entidades, ha podido ser un factor desencadenante de contagio hacia entidades con exposiciones que pudieran ser similares a las de entidades inicialmente afectadas.
- En el caso europeo, aunque el posicionamiento agregado incorpora un menor riesgo de tipo de interés que en el estadounidense, también se identifican entidades (*outliers*) en las que dicho riesgo es elevado. En tal caso, y aunque la vigilancia supervisora no deja fuera entidades por razón de tamaño, sería deseable avanzar hacia un mayor nivel de transparencia en cuanto a la exposición que cada entidad tiene al riesgo de tipo de interés con el fin de reducir futuros contagios.

## Referencias

- BARR, M. (2023). *Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank*. <https://www.federalreserve.gov/publications/files/svb-review-20230428.pdf>
- COELHO, R., RESTOY, F. y ZAMIL, R. (2023). Rising interest rates and implications for banking supervision. *BIS- FSI Briefs*, 19, May.
- ECB. (2023). *Financial Stability Review*, May.
- IMF. (2023). *Global Financial Stability Report*, April.
- SCHNABEL, I. (2023). Monetary and financial stability – can they be separated? *Conference on Financial Stability and Monetary Policy*, May. London: London School of Economics.

# Algunas reflexiones sobre la inteligencia artificial en el sector bancario

Santiago Carbó Valverde\*, Pedro Cuadros Solas\*\* y Francisco Rodríguez Fernández\*\*\*

**Según los datos de la Autoridad Bancaria Europea, el 83 % de los bancos europeos utilizan la inteligencia artificial con diferentes finalidades y se estima que en 2025 todos habrán implementado soluciones basadas en esa tecnología. La diversidad de uso de la inteligencia artificial es muy elevada. Por el momento, su adopción se concentra en el desarrollo de soluciones que mejoren la experiencia del usuario, faciliten la tarea del cumplimiento normativo y permitan gestionar de una manera más eficiente los riesgos bancarios. En particular, el auge de los chats conversacionales ha impulsado la transformación de los asistentes virtuales en asistentes digitales inteligentes para proporcionar una atención personalizada y en tiempo real tanto a los clientes como a los empleados bancarios. En todo caso, será necesario mantener el nivel de inversiones realizadas por el sector bancario en esta tecnología para que el aprovechamiento genere ventajas competitivas duraderas. En un entorno donde la competencia será cada vez más digital, será clave que el sector bancario tradicional se digitalice apalancándose en un uso más intensivo de la inteligencia artificial.**

## La “nueva” irrupción de la inteligencia artificial (IA) en la actividad bancaria

La adopción de las llamadas “nuevas tecnologías bancarias” —entre las que destacan la inteligencia artificial, la tecnología de registro descentralizado

(*blockchain*), el procesamiento masivo de datos (*big data*), la computación en la nube (*cloud computing*) y la biometría— ha crecido en los últimos años. En especial, a raíz de la aceleración tecnológica que vive el sector desde la pandemia de COVID-19 (Carbó, Cuadros y Rodríguez, 2021). Todas estas tecnologías están revolucionando la forma en que se llevan

\* Universidad de Valencia y Funcas.

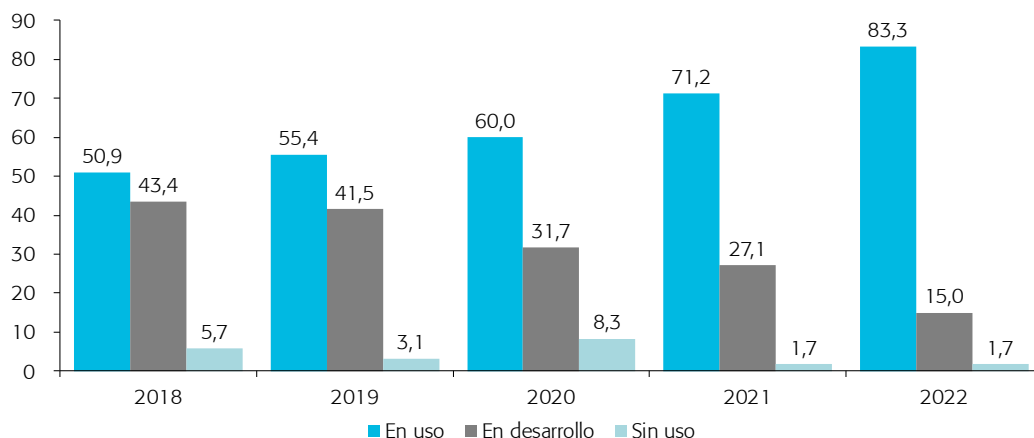
\*\* CUNEF Universidad y Funcas.

\*\*\* Universidad de Granada y Funcas.

Gráfico 1

**Evolución en el uso de la inteligencia artificial (IA) en el sector bancario europeo**

(Porcentaje de bancos)



Fuente: Autoridad Bancaria Europea (2022) y elaboración propia.

a cabo las transacciones financieras, mejorando la seguridad, la eficiencia y la experiencia del cliente.

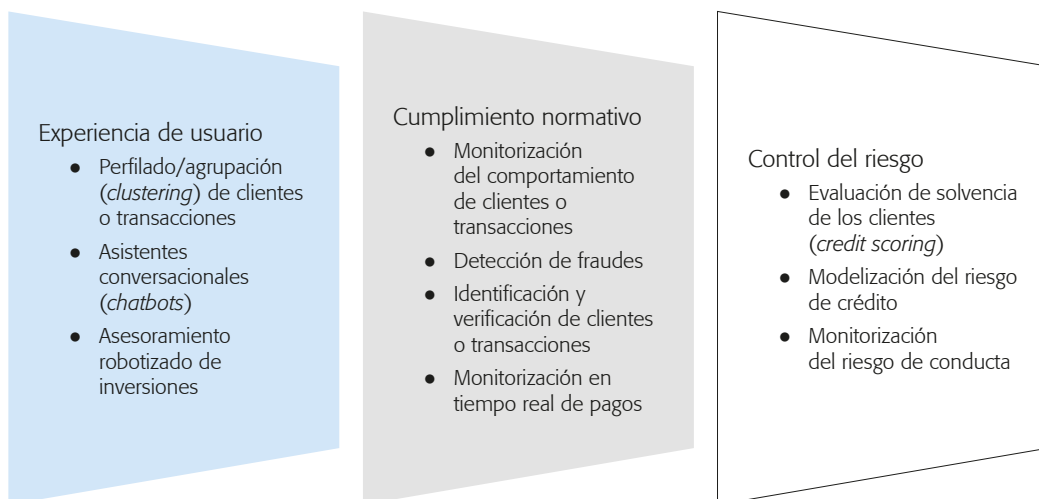
De entre todas estas tecnologías, actualmente la inteligencia artificial (IA) está adquiriendo un cierto protagonismo en la industria financiera. El reciente desarrollo de chats conversacionales como ChatGPT (OpenAI) o Bard (Google) parecen situar a la IA en el centro del debate tecnológico de la industria bancaria. A ojos del sector, el potencial es mayor que en otras tecnologías. De hecho, según los datos del último informe anual de 2022 sobre *Evaluación del Riesgo del Sistema Bancario Europeo* elaborado por la Autoridad Bancaria Europea (2022), el uso de esta tecnología está creciendo de forma acelerada.

En un sentido amplio, la irrupción de la IA ha marcado un hito significativo en la actividad bancaria, estableciéndose como una tecnología disruptiva con un impacto significativo en la forma en que los bancos operan y brindan servicios a sus clientes. La IA destaca por su capacidad para procesar grandes cantidades de datos, analizar patrones complejos y generar información original para la toma de decisiones en tiempo real. Su aplicación en la actividad bancaria está abriendo nuevas posibilidades de mejorar la forma en la que se prestan servicios bancarios.

El elevado potencial de uso de la IA en la actividad bancaria se constata al analizar cómo ha evolucionado su adopción por parte del sector bancario europeo. Como puede apreciarse en el gráfico 1, el porcentaje de bancos europeos que usan dicha tecnología ha crecido ininterrumpidamente desde 2018. En 2022, el 83,3 % de los bancos europeos utilizaba la IA con diferentes finalidades. El porcentaje llega al 98,3 % si también se consideran los bancos europeos que están inmersos en diferentes fases de implementación –pruebas piloto, desarrollo efectivo o discusión–. En 2018, tan solo el 50,9 % de los bancos europeos la usaban. Se trata de un crecimiento de 32,4 puntos porcentuales en tan solo cuatro años. La pandemia aceleró significativamente la implementación. De hecho, destaca el salto sustancial en su uso entre 2020 y 2021, con un incremento de 11,2 puntos porcentuales. El gráfico 1 también sugiere que a medida que los bancos van explorando el potencial de la IA mediante el desarrollo de pruebas piloto tienden a adoptarla en los siguientes años. De ahí que el sucesivo crecimiento en su uso coincida con la reducción en el porcentaje de bancos en fase de pruebas. En este sentido, si la tasa de crecimiento se mantiene estable a lo largo del tiempo, las cifras de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés)

Gráfico 2

## Casos de uso de la inteligencia artificial (IA) en la banca



Fuente: Elaboración propia.

permiten predecir que en 2025 todo el sector bancario europeo estará haciendo uso de la IA.

## ¿Cómo se está utilizando la inteligencia artificial en el sector bancario?

El potencial de la IA en la actividad bancaria también se explica por la amplia diversidad de casos de uso en el negocio bancario. Aunque son muchas y muy diversas las formas en las que los bancos pueden emplear la IA, sí es posible agruparlas en torno a tres grandes ámbitos de actuación (gráfico 2):

- **Mejora de la experiencia de usuario:** en este ámbito, una de las aplicaciones más destacadas consiste en la implementación de asistentes virtuales o *chatbots* que brindan atención al cliente las 24 horas del día, los 7 días de la semana, mejorando la experiencia y agilizando las consultas y transacciones. Además, la IA permite identificar patrones y comportamientos comunes para comprender mejor el perfil y necesidades de los clientes. También mediante el desarrollo de asesores de

inversión robotizados, conocidos como *robo-advisors*, es posible ofrecer a los clientes recomendaciones personalizadas y automatizadas sobre cómo gestionar sus inversiones.

- **Cumplimiento normativo:** la IA ayuda a reducir el elevado coste que supone el cumplimiento regulatorio y normativo. Por ejemplo, la IA se utiliza para monitorizar el comportamiento de

*La inteligencia artificial permite identificar patrones y comportamientos comunes para comprender mejor el perfil y necesidades de los clientes bancarios. También mediante el desarrollo de asesores de inversión robotizados, conocidos como robo-advisors, es posible ofrecer a los clientes recomendaciones personalizadas y automatizadas sobre cómo gestionar sus inversiones.*

clientes y de sus transacciones, lo que ayuda en la detección y prevención de fraudes y blanqueo de dinero. También puede usarse para agilizar y automatizar la identificación y verificación de los clientes e incluso para

detectar y prevenir actividades fraudulentas o sospechosas de manera inmediata a través de la monitorización en tiempo real de los pagos.

- **Control del riesgo:** esta tecnología también facilita gestionar de una forma más eficiente los distintos tipos de riesgos bancarios. En este ámbito, un caso de uso muy extendido consiste en la evaluación de la solvencia crediticia de los clientes, permitiendo una toma de decisiones más precisa y rápida en la concesión de préstamos. Además, también es utilizada en la gestión de riesgos financieros, optimizando los procesos de modelización y análisis.

Además, son diferentes las técnicas o metodologías que permiten el desarrollo efectivo de la IA en el negocio bancario. Desde las redes neuronales hasta los árboles de decisión, pasando incluso por el procesamiento del lenguaje natural. Cada una de estas técnicas goza de unas características distintas para usarse con diferentes objetivos. Según los datos proporcionados por la EBA, en la banca europea destaca el uso de los árboles de decisión y bosques aleatorios (83,3 %), los análisis de regresión (80 %) y el procesamiento del lenguaje natural (66,7 %). Generalmente, los árboles de decisión y bosques aleatorios se emplean para evaluar la solvencia de los clientes, al ser especialmente fiables para determinar con un elevado grado de precisión la probabilidad de que un cliente cumpla con sus obligaciones financieras. En todo caso, la variedad de técnicas es bastante elevada, ya que el 60 % de los bancos europeos que usan la IA utilizan otras técnicas diferentes a las reportadas por la EBA.

## ChatGPT y chatbots conversacionales en el sector bancario

Un hito importante en el impacto de la IA en el sector bancario ha sido la aparición de ChatGPT, un chatbot conversacional que ha demostrado un potencial sin precedentes. Después del éxito de ChatGPT, muchos bancos se han embarcado en el proceso de mejorar sus propios asistentes virtuales con el objetivo de ofrecer una experiencia mejorada a sus clientes gracias a la IA. De hecho, la industria bancaria está

apostando por transformar sus asistentes virtuales en asistentes digitales inteligentes (IDA, por sus siglas en inglés). Mientras que los chatbots básicos se limitan a una biblioteca de preguntas frecuentes, los IDA reciben un entrenamiento previo que incluye el conocimiento del historial financiero y los patrones de comportamiento de los clientes, lo que les proporciona una base conversacional más completa para abordar las necesidades específicas de los usuarios, abarcando una amplia gama de experiencias, idiomas y términos.

---

*Los asistentes digitales inteligentes reciben un entrenamiento previo que incluye el conocimiento del historial financiero y los patrones de comportamiento de los clientes, lo que les proporciona una base conversacional más completa para abordar las necesidades específicas de los usuarios, abarcando una amplia gama de experiencias, idiomas y términos.*

---

Además, los IDA tienen como objetivo ir más allá de resolver consultas transaccionales básicas de los consumidores. Su propósito es actuar como expertos bancarios, brindando asesoramiento a los clientes en sus actividades financieras. Estos chatbots, como el avanzado modelo de IA generativa ChatGPT, son capaces de comprender y responder de manera natural a las consultas y solicitudes de los usuarios, brindando una atención personalizada y en tiempo real. Gracias a su capacidad para procesar lenguaje natural, estos asistentes virtuales pueden mantener conversaciones fluidas y contextuales, proporcionando respuestas precisas y completas a preguntas complejas. Además, se adaptan y aprenden de cada interacción, mejorando continuamente su desempeño y ofreciendo una experiencia más satisfactoria. Al incorporar chatbots conversacionales basados en IA generativa, los bancos pueden agilizar y automatizar procesos, optimizando el servicio al cliente y liberando recursos para tareas más estratégicas.

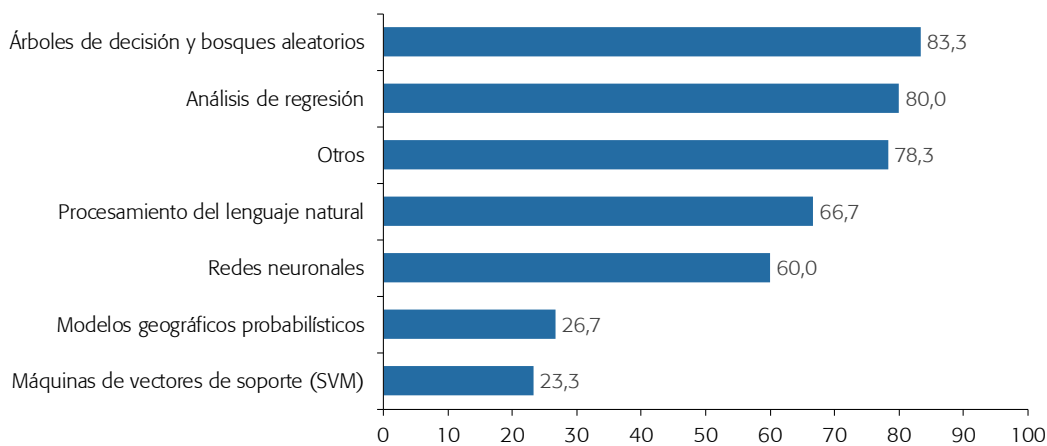
Por otra parte, la irrupción de estos chatbots no se limita a los clientes. Algunos bancos están implementando de manera creciente estos asistentes conversacionales inteligentes para brindar apoyo directo a sus empleados, transformando efectivamente a los



Gráfico 3

**Uso de las diferentes técnicas de inteligencia artificial (IA) en el sector bancario europeo**

(Porcentaje)



Fuente: Autoridad Bancaria Europea (2022) y elaboración propia.

*chatbots* en parte integral de los equipos de trabajo. El uso de estos puede ser interesante en aquellos casos en los que los propios empleados se enfrentan a solicitudes de clientes para las cuáles ni ellos ni sus compañeros tienen respuestas.

## Conclusiones: implicaciones para el sector bancario

El sector bancario está experimentando una importante transformación digital impulsada por la adopción de nuevas tecnologías. En particular, la IA se ha convertido en la tecnología estrella en el sector bancario. Su capacidad para procesar grandes volúmenes de datos, analizar patrones complejos y tomar decisiones en tiempo real la ha posicionado como una tecnología disruptiva con un impacto significativo en la forma en que los bancos operan y brindan servicios. En cualquier caso, la “nueva” irrupción de la IA supone una serie de implicaciones para el desarrollo la actividad bancaria:

- Para asegurar ventajas competitivas en el futuro, el sector bancario debe invertir proactivamente en la implementación de esta tecnología. En un entorno cada vez más digital, las

inversiones en IA serán esenciales para permanecer competitivos en un entorno en constante cambio.

*El uso de la inteligencia artificial puede alterar significativamente la forma en la que los bancos desarrollan su negocio bancario. Por ejemplo, los procesos manuales y laboriosos, como la verificación de documentos, la detección de fraudes y la evaluación crediticia podrían automatizarse en algún grado.*

- Los neobancos y las grandes empresas tecnológicas (*BigTech*) están entrando en el ámbito bancario con soluciones digitales impulsadas por la IA. Esto genera una mayor competencia para los bancos tradicionales y los impulsa a adaptarse e innovar para mantener su relevancia en el mercado.
- El uso de la IA puede alterar significativamente la forma en la que los bancos desarrollan su negocio bancario. Los responsables de las entidades bancarias deben preparar a su organización y a sus empleados para cambiar la forma en la que actualmente ejecutan

algunas de sus tareas. Por ejemplo, los procesos manuales y laboriosos, como la verificación de documentos, la detección de fraudes y la evaluación crediticia podrían automatizarse en algún grado.

- El mayor uso de la IA, así como otras tecnologías bancarias, no puede comprometer la seguridad de las entidades financieras. La mayor dependencia de esta tecnología podría exponer a los bancos a un mayor riesgo cibernético. Es clave, por tanto, que la digitalización la actividad bancaria no se produzca a costa de

comprometer los elevados niveles de ciberseguridad que mantiene el sector bancario.

## Referencias

AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA (2022). *Annual risk assessment of the European banking system (2022)*. <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-assessment-reports>

CARBÓ, S., CUADROS, P. y RODRÍGUEZ, F. (2021). Digitalización financiera y Covid-19: Evidencia empírica. *Papeles de Economía Española*, 170, diciembre. [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/12/PEE-170\\_Carbó-Cuadros-Rodríguez.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/12/PEE-170_Carbó-Cuadros-Rodríguez.pdf)

# Política industrial en la UE y España: debates recientes

Ramon Xifré\*

**Este trabajo realiza una revisión de los principales debates abiertos actualmente para la concepción, diseño e implementación de la política industrial en la UE y en España. En primer lugar, se documentan las dependencias fundamentales de la UE y de los Estados miembros respecto del exterior. En segundo lugar, se revisa la *Inflation Reduction Act (IRA)*, adoptada por los EE. UU. en 2022, que incluye algunas medidas proteccionistas, así como las principales respuestas que se están explorando por parte de la UE. Parece existir un consenso en evitar una escalada proteccionista y en explorar en cambio las posibilidades que la *IRA* puede generar en algunos sectores de la UE, manteniendo abiertas las negociaciones comerciales para limitar al mínimo el impacto proteccionista. En tercer lugar, para el caso español, se estudian algunos de los obstáculos que se han observado en el desarrollo de los PERTE, en el marco del programa *Next Generation EU*, por su relevancia en materia de intervención pública en la economía. A partir de este repaso de obstáculos y limitaciones, el trabajo se cierra ofreciendo una serie de recomendaciones para avanzar en la transformación de la economía española por medio de la adopción de medidas propias de una política industrial moderna.**

Los debates en torno a la política industrial y la intervención directa de los Estados en las decisiones productivas de las empresas son recurrentes, pero recientemente han cobrado un nuevo vigor. Las discusiones sobre los objetivos y los mejores instrumentos para “coordinar” u “orientar” al tejido productivo tienden a avivarse durante y después de las crisis y, por ello, la política industrial ha vuelto al centro del debate económico y político a raíz de la crisis económica y financiera global de 2008 y de la sucesión de crisis posteriores, con la pandemia

del COVID-19 y la posterior invasión de Ucrania por parte de Rusia.

A pesar de que el término “política industrial” está ampliamente utilizado, no existe una única definición que pueda aplicarse de forma general a todos los países y situaciones. En términos generales, se puede considerar que la política industrial consiste en políticas públicas que pretenden reestructurar la actividad económica, a veces con el objetivo de corregir algún fallo de mercado, a veces para estimular la

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

colaboración público-privada o a veces con el propósito de impulsar un cierto programa de transformación socioeconómica. En cuanto a los principales instrumentos de la política industrial, destacan los subsidios públicos, los préstamos, la modificación de la regulación, la participación del Estado en empresas privadas y, en las modalidades más intervencionistas, cierto nivel de proteccionismo o cláusulas obligatorias de producción local y/o reinversión local de beneficios (Ariúceca *et al.*, 2020; FMI, 2022; Fuest, 2023; Myro, 2016; Rodrik, 2004, 2022).

El objetivo del presente trabajo es analizar los principales debates en materia de política industrial que se han producido tanto en la UE como en España desde la crisis del COVID-19 y extraer algunas conclusiones. En este contexto juega un papel muy importante la reciente *Inflation Reduction Act (IRA)* aprobada por los EE. UU. en 2022 y que ha generado debates y reacciones muy importantes en la Unión Europea (UE). Por ese motivo, el presente artículo se estructura de la siguiente forma. A continuación, se revisa la política industrial en la UE previa a la *IRA*; acto seguido se analizan las principales reacciones de la UE a la *IRA*; después se realizan algunos apuntes de las implicaciones para España, y finalmente se cierra el trabajo con unas conclusiones.

## La política industrial en la UE previa a la *IRA*

Las concepciones más modernas de la política industrial reconocen que las economías nacionales no funcionan aisladamente y que es necesario comprender cuáles son las dependencias entre países (FMI, 2022; Rodrik, 2022). Como punto de partida se presenta un conjunto de dependencias, o interdependencias, que requieren de una acción estratégica concertada y que pueden considerarse las condiciones básicas para concebir, diseñar, ejecutar y evaluar la política industrial en la UE. Según un análisis reciente y exhaustivo del BCE (2023) estas dependencias fundamentales serían las siguientes:

- **Dependencias comerciales.** La dependencia comercial del exterior se puede medir con diferentes métricas, destacando las siguientes:
  - qué parte del valor añadido total de una economía proviene de sus importaciones, cuál el grado de escasez de un determinado producto, o cuál es el grado de concentración de las importaciones o exportaciones en un determinado socio comercial. Hay que aclarar que la dependencia comercial refleja, en última instancia, el grado de participación en las cadenas de producción globales y, por tanto, es un fenómeno ambiguo que puede convertirse tanto en oportunidad como en amenaza. Considerando el valor añadido que proviene de las importaciones en relación con el valor añadido total, y considerando los tres bloques comerciales principales (UE, EE. UU. y China), en el sector primario-agroalimentario, la UE y los EE. UU. tienen una dependencia cercana al 20 %, mientras que China está por debajo del 10 %. En las manufacturas, las diferencias entre bloques son menores y los tres se mueven en dependencias de entre el 15 y el 20 %. En materia de servicios, las dependencias son menores en el caso de la UE (10 %) y EE. UU. (5 %), destacando la dependencia de la economía china (11 %).
- **Dependencias energéticas.** La UE importa aproximadamente el 55 % de la energía que consume, siendo la dependencia muy heterogénea según los países y los sectores económicos. Los países con mayor presencia de las energías renovables (como Dinamarca, Finlandia y Suecia), con mayor capacidad nuclear (como Bulgaria, Francia, Eslovaquia y Suecia) o con una relativamente alta producción de combustibles fósiles (como la República Checa, Polonia y Rumanía) tienen una menor dependencia energética.
- **Dependencias en materias primas críticas.** La UE clasifica treinta materias primas como “críticas” atendiendo a su posición en dos dimensiones: su relevancia económica y su dificultad de sustitución. Según los últimos datos disponibles, referidos a 2019, la UE importó 15.000 millones de dólares de materias primas críticas del resto del mundo. Además, las importaciones de algunas de estas materias

primas críticas están muy concentradas en un número muy reducido de países de origen y algunas de ellas son virtualmente insustituibles por ninguna otra.

■ *Dependencias asociadas a la transición digital.* Según el índice de la Comisión Europea, *International Digital Economy and Society Index (I-DESI)*, la UE ocupa el lugar número 12 en términos de desempeño digital global. Las dificultades que impiden una más rápida adopción de tecnologías digitales en la UE están relacionadas con debilidades estructurales en términos de infraestructuras digitales, habilidades digitales de la población y regulación poco favorecedora de la transición digital. Es de prever que, dado el crecimiento en el volumen y la aceleración en la velocidad de proceso en las diversas herramientas y sistemas digitales (*cloud computing*, IA, impresión 3D), la dependencia de la UE puede acentuarse si no se toman medidas decididas para revertirla.

■ *Interdependencias financieras.* Según el BCE (2023), se pueden distinguir cuatro tipos o canales de dependencias financieras relevantes para la UE: 1) las inversiones transfronterizas, reconociendo que la UE es un espacio financieramente abierto en el que las principales relaciones de inversión extranjera directa (FDI, por sus siglas en inglés) son con países avanzados; 2) posibilidades limitadas para la inversión en proyectos intra-UE, donde hay que destacar que el sistema bancario de la UE permanece relativamente fragmentado en términos nacionales y no se dispone de un mercado de capitales suficientemente integrado; 3) los métodos de pago e infraestructuras de mercado, en el cual los principales proveedores de servicios financieros digitales se encuentran fuera de la UE; y, finalmente, 4) el papel de las divisas, ya que el uso generalizado de una divisa tiende a propiciar más financiación y más asequible para la economía que emite la divisa; en este sentido, el euro tiene un peso menor como divisa internacional del que le correspondería proporcionalmente al

nivel de comercio e inversiones internacionales en los cuales participa la UE.

■ *Interdependencias en el mercado laboral y los flujos migratorios.* En los últimos veinte años el número de inmigrantes de fuera de la UE y ciudadanos de la UE viviendo en otros países de la UE ha aumentado un 60 %. En general, los trabajadores inmigrantes permiten que se equilibre mejor la oferta y demanda en los distintos segmentos del mercado laboral y por ello son uno de los pilares del progreso. Al mismo tiempo, según el BCE (2023), hay diversos retos pendientes: en primer lugar, la movilidad intra-UE es menor que la que existe en EE. UU. y eso puede ser un límite al crecimiento; en segundo lugar, la UE podría mejorar su atractivo para los inmigrantes con mayor cualificación; en tercer lugar, la incertidumbre geopolítica actual con toda probabilidad tendrá un efecto importante sobre los diversos tipos de migraciones.

Estas dependencias e interdependencias fijan un primer conjunto de objetivos que la política industrial debería aspirar a conseguir en la UE. Dado que estas dependencias reflejan, en último término, riesgos para la UE y los Estados miembros, el primer obje-

---

*La descarbonización de la economía sin provocar la desindustrialización de Europa es un reto mayúsculo ante el cual, de momento, parecen existir más dudas que certezas. Esta prioridad ya estaba en la agenda europea antes de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, pero este hecho ha puesto todavía más de relieve su importancia y, también, lo delicado del proceso.*

---

tivo de la política industrial debería ser anticipar, gestionar y, en cuanto sea posible, reducir estos riesgos. Hay que resaltar que los intereses de los Estados miembros y de la UE como bloque están en general alineados en este asunto y las mitigaciones de riesgo que se consigan a escala nacional redundarán en una mayor solidez del bloque en conjunto.

Más allá de este conjunto de dependencias, y con carácter previo a la aprobación de la *Inflation Reduction Act (IRA)* por parte de los EE. UU., existe otro vector que orienta la política industrial en la UE: la descarbonización de la economía. Se ha establecido que la UE debería ser neutral para el clima en 2050 pero la “descarbonización de la producción [europea] sin la desindustrialización de Europa” (Fuest, 2023) se percibe como un reto mayúsculo ante el cual, de momento, parecen existir más dudas que certezas. Esta prioridad ya estaba en la agenda europea antes de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, pero este hecho ha puesto todavía más de relieve la importancia de la descarbonización de la economía europea y, también, lo delicado del proceso.

Todo apunta a que la imposición y regulación de las emisiones de CO<sub>2</sub> difícilmente serán suficientes para descarbonizar la economía de la UE. A modo de ejemplo, en un sector productivo clave (por su volumen económico, empleo y capacidad de arrastre de otros sectores) como es la automoción, parece que el liderazgo en la descarbonización corresponde a una empresa norteamericana como Tesla, a pesar de la aguda conciencia ambiental de la sociedad en Alemania, sede de varias empresas automovilísticas de primer nivel (Fuest, 2023).

## La política industrial en la UE posterior a la IRA

En 2022 los EE. UU. aprobaron la *Inflation Reduction Act (IRA)*, un paquete legislativo que consta de tres partes: una reforma impositiva, una reforma en el sistema de salud y una nueva legislación en materia de energía y clima. Este último apartado prevé un gasto de hasta 400.000 millones de dólares en un período de 10 años y contempla las siguientes medidas (Kleimann *et al.*, 2023):

- Deducciones fiscales por la adquisición de vehículos eléctricos, tanto para particulares como empresas;
- Subsidios a la producción e inversión de bienes y componentes de tecnologías limpias,

incluyendo baterías y componentes utilizados en la generación de energías renovables;

- Subsidios a la producción de electricidad que sea neutral en términos generación de carbono, así como hidrógeno y otros combustibles limpios.

---

*La IRA puede perjudicar claramente a la industria europea y de terceros países, debido a que los subsidios de producción convertirán a los productos, servicios y energías norteamericanos en más competitivos. Pero también puede generar efectos positivos en los sectores europeos especializados en proveer tecnologías limpias y servicios relacionados con la transición hacia la sostenibilidad.*

---

La IRA contiene elementos proteccionistas porque condiciona algunos de estos subsidios a requisitos de compra o fabricación local en EE. UU., que están prohibidos en las reglas de la Organización Mundial del Comercio. El nuevo paquete legislativo probablemente también genere efectos otros distorsionadores, como el aumento de la concentración industrial porque establece subsidios a la producción a gran escala.

Por ello, la UE ha acogido la IRA con importantes cautelas, generándose un encendido debate sobre las mejores formas de reaccionar. Para el análisis y valoración de la IRA, de su impacto, así como de las propuestas de reacción por parte de la UE, véase Buti y Messori (2023), Business Europe (2023), Caixabank (2023), Fuest (2023), Hoyer (2023), Kleimann *et al.* (2023), Ruiz (2023) y Sweeney (2023).

Por un lado, la IRA puede perjudicar claramente a la industria europea y de terceros países, debido a que los subsidios de producción convertirán a los productos, servicios y energías norteamericanos en más competitivos. Pero, por otro lado, en la medida que la IRA puede acelerar la descarbonización de la economía norteamericana, e incluso la descarbonización global, puede generar efectos positivos en los

sectores de la economía europea especializados en proveer tecnologías limpias y servicios relacionados con la transición hacia la sostenibilidad. De hecho, la *IRA* puede abrir oportunidades a empresas europeas en sectores donde éstas son punteras tecnológicamente y gozan de una buena presencia y posicionamiento en el mercado, como puede ser caso de la energía eólica y podría actuar como un estímulo para realizar nuevas inversiones de gran envergadura en estos sectores (Business Europe, 2023; Hoyer, 2023).

Por otro lado, parece que existe todavía margen para la negociación de la aplicación del paquete legislativo y se podría modular el impacto negativo en la UE de las medidas más proteccionistas de la *IRA*, como el condicionamiento de subsidios exclusivamente a la producción local en EE. UU. (Kleimann *et al.*, 2023).

---

*Hay que destacar también el alto grado de consenso con el que se rechaza que la UE responda a la IRA con contramedidas proteccionistas. Este tipo de respuestas pecarían gravemente de cortoplacismo, podrían generar una escalada proteccionista global y profundizarían la desintegración y desregulación de los mercados internacionales, con consecuencias negativas para todas las partes.*

---

Otra de las reacciones que se ha sugerido es tratar de abordar el reto que supone la *IRA* de forma conjunta con otros retos que tiene planteados la UE: (i) la doble transición (ecológica y digital); (ii) la preservación del modelo de inclusión social europeo; (iii) la superación de políticas exclusivamente basadas en la demanda; (iv) la articulación conjunta, y explotación de sinergias, con los proyectos financiados por *NGEU*. Todo ello podría manejarse si se identifican unos “bienes públicos europeos” (*European Public Goods*, *EPG* por sus siglas en inglés) hacia los cuales podrían converger los esfuerzos inversores de los Estados miembros y de la UE (Buti y Messori, 2023). Esta iniciativa todavía debe desarrollarse con más detalles, pero sus proponentes consideran que podría desencadenar diversas transformaciones

positivas en las economías de la UE: revisar el patrón de especialización productiva, rediseñar los mercados laborales y los sistemas de bienestar social, presionar los precios a la baja y contener la inflación, y combatir la depreciación del euro.

Hay que destacar también el alto grado de consenso –sin llegar a la unanimidad– con el que se rechaza que la UE responda a la *IRA* con contramedidas proteccionistas. Para la opinión y el análisis dominante, este tipo de respuestas pecarían gravemente de cortoplacismo, podrían generar una escalada proteccionista global y profundizarían la desintegración y desregulación de los mercados internacionales, con consecuencias negativas para todas las partes implicadas.

## Debates recientes sobre la política industrial en España

Estos debates son también aplicables a España. Los principales objetivos de la política industrial en España tradicionalmente se han concretado en las siguientes prioridades: aumentar el peso de la industria manufacturera en el PIB, diversificar y sofisticar el tejido productivo, aumentar la intensidad innovadora de la economía, detener la desindustrialización prematura de algunas regiones, fomentar la internacionalización de las empresas, aumentar la productividad del trabajo y fomentar la cooperación entre el sector público y el sector privado (Myro, 2016, 2017, 2021; Xifré, 2014, 2017; Arrilucea *et al.*, 2020).

Adicionalmente, en la coyuntura actual, fuertemente marcada por el programa *NGEU* de modernización de las economías europeas, es procedente preguntarse cómo se pueden articular ambas líneas de actuación en España: los objetivos convencionales de la política industrial y la plasmación del *NGEU* en España mediante los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE).

Los PERTE son un instrumento de colaboración público-privada, inspirados en los Proyectos Importantes de Interés Europeo (Domínguez y Gomariz, 2023), relacionados con la idea de Bienes

Públicos Europeos mencionados más arriba (Buti y Messori, 2023) y que pueden desempeñar un papel clave en la implementación de las nuevas formas de política industrial.

Actualmente se cuenta con doce PERTE: desarrollo del vehículo eléctrico y conectado; salud de vanguardia; energías renovables, hidrógeno renovable y almacenamiento; agroalimentario; nueva economía de la lengua; economía circular; industria naval; aeroespacial; digitalización del ciclo del agua; microelectrónica y semiconductores; economía social y de los cuidados y descarbonización industrial. Para todos ellos en conjunto se destina un volumen de inversión pública de 40.093 millones de euros, aunque existe una gran disparidad en términos de dotación presupuestaria y ritmo de ejecución (Domínguez y Gomariz, 2023).

---

*Los retos y dificultades asociados a la ejecución de los PERTE ofrecen también lecciones valiosas para diseñar y adoptar medidas de política industrial moderna en España.*

---

Dada la cercanía conceptual entre los PERTE y la política industrial en España, el análisis de las barreras para la ejecución de los primeros puede ser informativo sobre los retos a los que se enfrenta la segunda. Esos retos pueden clasificarse en distintas categorías (Domínguez y Gomariz, 2023; Fedea, 2023; Hidalgo, 2020; Myro, 2021; Xifré, 2020):

- Debilidades estructurales, coyunturales o regionales de la economía española que dificultan la absorción de inversiones ligadas a la innovación tecnológica y a la economía del conocimiento. Puede tratarse de un insuficiente tamaño de mercado, de escasos recursos privados disponibles a nivel regional que complementen la inversión pública, cuando ambas son necesarias, o de una baja intensidad inversora en I+D privada.
- Obstáculos derivados de la regulación y de cierta falta de agilidad administrativa. Por ejemplo, se constatan dificultades para que todas

las actuaciones recogidas en los PERTE queden concluidas en las fechas estipuladas en la convocatoria (finales de 2026) por diversos motivos. También se aprecia el tradicional sesgo en nuestro país a favor del control *ex ante* en detrimento del control *ex post* y, más en general, una débil cultura de la evaluación del impacto de las políticas públicas, a pesar de los progresos recientes en la materia.

- Rigideces en los requisitos específicos y el diseño de la convocatoria. Por ejemplo, y adicionalmente a lo ajustado de los plazos de ejecución de los proyectos, existen dificultades para crear agrupaciones de pymes que participen en proyectos tractores que, geográficamente, se extiendan a dos o más comunidades autónomas y también se han observado dificultades para que las pymes presenten los avales exigidos. Aquí también hay que citar el requisito de que las inversiones se traduzcan en una reducción neta de emisiones y que no se genere un daño ambiental significativo (*DNSH*), una cláusula que puede convertirse en problemática por su ambigüedad.
- También se aprecia margen de mejora en el grado de participación en la toma de decisiones por parte de distintos actores clave, como pueden ser las asociaciones empresariales o las administraciones públicas territoriales. El objetivo debe ser que estos programas de transformación económica cuenten con los máximos niveles de consenso institucional, social y económico desde sus fases iniciales de concepción.

Con todo, también hay que resaltar que frente a una buena parte de estos obstáculos se observa una actitud comprensiva y flexible, dentro de lo razonable, de las autoridades gestoras de los fondos (ver Domínguez y Gomariz, 2023; y Fedea, 2023 para propuestas de mejora). En cualquier caso, estos retos y dificultades son relevantes, como se ha explicado más arriba, porque ofrecen lecciones valiosas para diseñar y adoptar medidas de una política industrial moderna en España.



## Conclusiones

Este trabajo realiza una revisión de los principales debates abiertos actualmente para la concepción, diseño e implementación de la política industrial en la UE y España. Se constatan, en primer lugar, seis grandes dependencias de la UE y de sus Estados miembros, con respecto del exterior. Estas (inter) dependencias constituyen el contexto básico para desarrollar cualquier medida de política industrial y son previas a la adopción de la *Inflation Reduction Act (IRA)* por parte de EE. UU. en 2022, que incluye algunas medidas proteccionistas. A continuación, se examina la *IRA* y las principales respuestas que se proponen por parte la UE, destacando tres mensajes: i) hay un consenso prácticamente unánime en evitar contramedidas igualmente proteccionistas; ii) la *IRA* puede convertirse en una oportunidad para empresas europeas que se focalicen en la transición hacia la sostenibilidad; iii) la UE todavía puede explorar la vía de la negociación para limitar los aspectos más lesivos y proteccionistas de la *IRA*. El trabajo concluye con una revisión de algunos de los principales obstáculos que han surgido en la implementación de los PERTE como parte del programa *NGEU*. Estos obstáculos son relevantes porque pueden generar aprendizajes útiles.

En términos de recomendaciones para adoptar un programa de política industrial en España se pueden destacar los siguientes: i) simplificación de las cargas burocráticas y transición hacia una evaluación más *ex post* que *ex ante*, así como el refuerzo de la rendición de cuentas; ii) búsqueda de los máximos consensos económicos, políticos y sociales en el diseño y ejecución de medidas de política industrial; iii) compromiso político decidido a favor de las medidas de reformas estructurales de la economía española (educación, innovación, internacionalización) y de la organización eficiente de la actividad económica desde una perspectiva local y regional; iv) potenciar el estímulo a la colaboración público–privada.

## Referencias

- ARRILUCEA, E., ARTEAGA, F., MARCOS, J. y ORTEGA, A. (2020). *Una política industrial transformadora para la España post COVID-19*. Real Instituto Elcano
- BCE. (2023). The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective. *European Central Bank*, No 311. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scops/ecb.op311~5065ff588c.en.pdf>
- BUSINESS EUROPE. (2023). *Open Strategic Autonomy. How Trade Policy can best support European Competitiveness*. Business Europe.
- BUTI, M. y MESSORI, M. (2023). Resetting the EU's business model after the watershed. European Policy Centre. *Discussion Paper*.
- CAIXABANK. (2023). The EU's answer to the Inflation Reduction Act: "You cannot have dessert until you eat your vegetables". Caixabank Research MR April 2023.
- DOMINGUEZ, A. M. y GOMARIZ, M. (2023) Los PERTE: Estado de situación y retos para movilizar los fondos *NGEU*. *Cuadernos de Información Económica*, N° 294, pp. 49-55. <https://www.funcas.es/articulos/los-perte-estado-de-situacion-y-retos-para-movilizar-los-fondos-geu/>
- FEDEA. (2023). *El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia en España: balance provisional y propuestas de mejora*. P. BAENA, A. de la FUENTE, J. DEL ALCÁZAR, J. P. RIESGO, J. SICILIA (coordinadores).
- FMI. (2022). Industrial Policy for Growth and Diversification. A Conceptual Framework. *Departmental Paper*, DP/2022/017.
- FUEST, C. (2023). *Europe's Industrial Policy and the Response to the IRA*. EconPol Europe.
- HIDALGO, M. (2020). *Cinco propuestas para una mejor absorción de los Fondos Europeos*. EsadeEcPol. Policy Brief #3.
- HOYER, W. (2023). *What Europe's economy needs now*. European Investment Bank.
- KLEIMANN, D. et al. (2023). *How Europe should answer the US Inflation Reduction Act*. Bruegel Policy Contribution n° 04/23.
- MYRO, R. (Dir.) (2016). *Una nueva política industrial para España*. Consejo Económico y Social.
- MYRO, R. (2017). Una nueva política industrial para España. *Cuadernos de Información Económica*, 257, pp.

35-47. [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/257art05.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/257art05.pdf)

MYRO, R. (2021). El futuro de la industria española. *Revista de Economía Española*, 59, pp. 139-162.

RODRIK, D. (2004). *Industrial Policy for the Twenty-First Century*. John F. Kennedy School of Government. Harvard University

RODRIK, D. (2022). *An Industrial Policy for Good Jobs*. The Hamilton Project. Brookings Institution.

RUIZ, P. (2023). *Key transatlantic implications of the Inflation Reduction Act*. Elcano Royal Institute. ARI 28/2023.

SWEENEY, P. (2023). *The IRA and European industrial policy*. Available online at Social Europe.

XIFRÉ, R. (2014). Cuatro años de reformas económicas en España: un análisis de los resultados desde la perspectiva de la UE. *Cuadernos de Información Económica*, 242, pp. 49-5. [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/242art07.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/242art07.pdf)

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

XIFRÉ, R. (2020). El plan NGEU: retos estructurales y revisión de propuestas. *Cuadernos de Información Económica*, 279, pp. 11-20. <https://www.funcas.es/articulos/el-plan-ngeu-en-espana-retos-estructurales-y-revision-de-propuestas/>

# Los ayuntamientos con problemas de sostenibilidad: una nota

Ana Aguerrea\*

**El subsector público local, que presenta una situación económico-financiera general equilibrada, incluye más de un centenar de ayuntamientos cuya solvencia está comprometida de forma estructural, al presentar un volumen de deuda financiera excesiva en un largo periodo de tiempo. El saneamiento de la hacienda de los ayuntamientos con esas dificultades requiere del diseño y desarrollo de medidas que se dirijan a reequilibrar su presupuesto, en línea con actuaciones llevadas a cabo en otros países y en algunas comunidades autónomas. En esos casos, los ayuntamientos afectados deben ser corresponsables asumiendo el cumplimiento de determinados objetivos en las magnitudes presupuestarias y económicas básicas, con el fin de que el equilibrio presupuestario se refuerce y devenga en permanente.**

## Contexto

Dentro del conjunto de las administraciones públicas españolas, la hacienda del subsector local es la que mejor comportamiento ha presentado desde que se aprobó la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPYSF). De este modo, ha ido generando superávit presupuestario desde 2012, salvo en 2022, excepción que está condicionada por una liquidación definitiva de 2020 negativa.

Pese a esta buena situación global, existe un grupo reducido de ayuntamientos que viene mostrando una situación financiera muy comprometida.

En este sentido, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), ya en diciembre de 2017, y después de haber evaluado a un grupo de dieciocho entidades locales de más de 20.000 habitantes, puso de manifiesto que nueve de ellas sufrían un “problema estructural y agudo de sostenibilidad de sus finanzas”. Ante esos casos, la AIReF recomendó que el Ministerio de Hacienda y Función Pública convocara y liderara una Comisión de expertos, en línea con lo establecido en los artículos 25.2 y 26 de la anteriormente mencionada LOEPYSF, para analizar las causas y proponer soluciones adecuadas.

En esta nota se realiza una aproximación al grupo de las entidades municipales que pueden

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

considerarse con un problema de sostenibilidad estructural, determinando las características que lo definen y sus orígenes, así como sugiriendo algunas condiciones que deberían acompañar a cualquier programa de apoyo al equilibrio financiero de estas entidades.

## Ayuntamientos en situación de sostenibilidad comprometida: caracterización

Dentro de los ayuntamientos con una situación de sostenibilidad comprometida se incluyen aquellos que cumplen con las siguientes características:

- En primer lugar, presentan un exceso de deuda financiera (entendido este como el volumen de deuda que supera el 110 % de los ingresos corrientes, que se define en la normativa como el límite porcentual a partir del cual no es posible formalizar nuevas operaciones financieras).
- En segundo lugar, mantienen ese exceso de deuda desde hace un número de años que se puede considerar elevado, mostrando una incapacidad para afrontar las amortizaciones correspondientes.

En base a la definición anterior, y partiendo de los datos de la última liquidación presupuestaria

disponible, 2021, podrían existir 136 ayuntamientos en situación financiera comprometida (cuadro 1).

Analizando las características de las haciendas de estos ayuntamientos, con el fin de determinar si existen patrones comunes que permitan identificar aspectos estructurales que han derivado en esta situación, se ha encontrado que:

- a. El mayor número de ayuntamientos con deuda superior al 110 % de los ingresos corrientes se encuentra en el tramo poblacional que comprende aquellos de hasta 1.000 habitantes, con 40 entidades locales, seguido del correspondiente al que abarca de 1.001 a 5.000 habitantes, con 39 ayuntamientos.
- b. Los tramos con mayor población son los que presentan menor número de entidades locales con deuda que supera el límite legal máximo:
  - En el tramo de 20.001 a 50.000 habitantes se encuentran doce ayuntamientos.
  - En el tramo de 50.001 a 100.000 habitantes, cinco ayuntamientos.
  - De más de 100.000 habitantes, seis ayuntamientos.

En todo caso, la distribución de los ayuntamientos sobreendeudados señalada es coherente, y se

Cuadro 1

### Exceso de deuda por tramos de población

Tamaño poblacional	Nº ayuntamientos	Importe exceso deuda	% del total exceso
Hasta 1.000 hab.	40	24.158.795	0,9
De 1.001 a 5.000 hab.	39	113.086.757	4,0
De 5.001 a 10.000 hab.	19	103.850.405	3,7
De 10.001 a 20.000 hab.	15	141.038.716	5,0
De 20.001 a 50.000 hab.	12	562.880.727	20,1
De 50.001 hab a 100.000 hab.	5	371.910.656	13,3
De más de 100.000 hab.	6	1.489.942.699	53,1
Total	136	2.806.868.754,93	100,0

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Función Pública y Afi (SCAL).

relaciona directamente con el número de administraciones locales que integran cada tramo poblacional. Por tanto, no se observa ningún sesgo sobre el efecto que el tamaño de población pueda tener sobre la situación de sobreendeudamiento.

*El exceso de deuda financiera de los ayuntamientos por encima del 110 % de sus ingresos corrientes se establece en 2.807 millones de euros, de los cuales más de la mitad (1.490 millones) corresponde a seis ayuntamientos de más de 100.000 habitantes.*

Sin embargo, si dentro de este análisis se examina la cuantía del exceso de deuda, se observa que el mayor importe se encuentra en el tramo de los ayuntamientos que tienen más de 100.000 habitantes. El conjunto del exceso de la deuda financiera se establece en 2.807 millones de euros, de los cuales más de la mitad (1.490 millones de euros) está en las cuentas de ayuntamientos de más de 100.000 habitantes.

La cuantía del exceso de deuda se incrementa de forma relevante a partir de los tramos de población que superan los 20.000 habitantes. Esa situación se explica, principalmente, por el tamaño del presupuesto municipal, dado que el promedio de deuda por habitante más elevado se encuentra

en el tramo de los ayuntamientos de poblaciones de hasta 1.000 habitantes.

Con todo lo anterior, destaca que los ayuntamientos de hasta 20.000 habitantes acumulan únicamente el 14 % del exceso de la deuda, cuando representan el 83 % de los ayuntamientos afectados.

- c. Por otra parte, si se realiza un análisis de la antigüedad del exceso de la deuda de los ayuntamientos identificados, se observa un fuerte carácter estructural, ya que, de forma mayoritaria, el mismo procede de los mecanismos de financiación estatales que se pusieron en funcionamiento en 2012 y 2013 para reducir la deuda comercial del sector público.

En concreto, dicho exceso se explica, fundamentalmente, por los marcos normativos siguientes:

- El Real Decreto-ley 4/2012, de 24 de febrero, por el que se determinan obligaciones de información y procedimientos necesarios para establecer un mecanismo de financiación para el pago a los proveedores de las entidades locales. Esta norma permitió a las entidades locales la cancelación de sus obligaciones pendientes de pago con sus proveedores, derivadas de la contratación de obras, suministros o servicios, con factura registrada antes del 1 de enero de 2012. De ese modo, la deuda comercial se convirtió en financiera.

Cuadro 2

### Antigüedad del exceso de deuda

<i>Tramo poblacional</i>	<i>% de ayuntamientos con exceso deuda de antigüedad 2012-2013 o anterior</i>
Hasta 1.000 habitantes	78
De 1.001 a 5.000 habitantes	77
De 5.001 a 10.000 habitantes	74
De 10.0001 a 20.000 habitantes	73
De 20.0001 a 50.000 habitantes	75
De 50.001 a 100.000 habitantes	100
Más de 100.000 habitantes	100

Fuente: Elaboración con datos de Afi (SCAL).

- El Real Decreto-ley 8/2013, de 28 de junio, de medidas urgentes contra la morosidad de las administraciones públicas y de apoyo a entidades locales con problemas financieros. En él se tenía como objetivo desarrollar, como medida coyuntural y extraordinaria, un mecanismo que ayudara a las administraciones locales a reducir su deuda comercial acumulada. Se trataba, como señalaba el texto legislativo, de poner el contador de la deuda comercial a cero con carácter previo a la implantación de la factura electrónica, del registro contable, del periodo medio de pagos y, en última instancia, de los controles de la LOEPYSF. De nuevo, se incrementó la deuda financiera de las entidades locales para reducir la que mantenían con los proveedores.

Lo anterior significa que existe, en definitiva, un problema de enquistamiento de deuda en los municipios identificados, y para los que las medidas desarrolladas en el pasado, como el Fondo de Ordenación, no han sido efectivas e incluso han supuesto una profundización en el aumento de su deuda financiera.

---

*El sistema de control de ejecución de los planes de saneamiento vinculados a los mecanismos de pago de deuda comercial aprobados por el Gobierno en 2012 y 2013 se ha revelado ineficaz en el saneamiento de algunas haciendas locales.*

---

Asimismo, la estructura presupuestaria de buena parte de los ayuntamientos afectados en 2021 determina que carecen de capacidad para afrontar la amortización de la deuda financiera.

La situación expuesta y sus características determinan dos hechos a destacar:

- El exceso de deuda, en su mayor parte, tiene carácter estructural, porque se mantiene desde hace una década.
- La deuda financiera contratada por la aplicación de los mecanismos señalados puso de

manifiesto que las entidades que superaron el límite legal de deuda financiera venían arrasando desequilibrios presupuestarios que derivaron en la acumulación de deuda comercial. Estos desequilibrios se mantienen, en una parte importante de los casos, con la imposibilidad de generar ahorro bruto relevante para afrontar la amortización de dicha deuda.

En este punto, es preciso destacar que los mecanismos de pago de deuda comercial iban acompañados por la necesidad de aprobar un plan de saneamiento por parte de las entidades locales afectadas. El Ministerio de Hacienda y Función Pública validaba las medidas que se incluían en los documentos de planificación y, posteriormente, realizaba el seguimiento del nivel de su cumplimiento. Sin embargo, con los resultados que se han puesto de manifiesto en relación con el mantenimiento en el tiempo del exceso de deuda, es posible afirmar que el sistema de control de la ejecución de los planes se ha revelado ineficaz en el saneamiento de algunas haciendas locales.

## Conclusión

El subsector público local, a pesar de mostrar una situación económica y financiera equilibrada, incluye a más de un centenar de ayuntamientos con una solvencia comprometida de forma estructural. Estas entidades mantienen un volumen de deuda financiera excesiva, y esta característica se ha mantenido en un período de tiempo elevado.

El saneamiento de la hacienda de los ayuntamientos con esas dificultades requiere del diseño y desarrollo de medidas de apoyo económico que se dirijan a reequilibrar su presupuesto. El aplazamiento en el pago de las deudas, que es básicamente la opción por la que ha apostado el Gobierno en los últimos mecanismos de ayudas, se ha manifestado ineficaz en esas situaciones e incluso las ha hecho más evidentes.

Para atajar el problema identificado, se hace necesario adoptar soluciones diferentes a las que hasta ahora se han puesto en marcha. Cabe destacar

que medidas de reequilibrio presupuestario de ayuntamientos ya se han desarrollado anteriormente en otros países, así como, dentro de España, por

---

*Cualquier solución de apoyo al reequilibrio presupuestario debería contar con la corresponsabilidad de los ayuntamientos afectados, asumiendo el cumplimiento de una serie de objetivos presupuestarios y financieros con el fin de que el equilibrio se refuerce y devenga en permanente.*

---

diferentes comunidades autónomas, como Canarias, Andalucía y la Comunidad Valenciana.

En ese proceso de apoyo al saneamiento, las entidades locales deben ser corresponsables y desarrollar las actuaciones necesarias para que el

equilibrio presupuestario que se alcance al final del proceso se convierta en permanente y se refuerce en el tiempo.

En ese sentido, deberían comprometerse al cumplimiento de una serie de objetivos en magnitudes básicas:

- Un ahorro bruto positivo.
- Una situación de la cuenta 413 que refleje que no se genera deuda extrapresupuestaria.
- La evolución interanual del gasto no financiero se mantiene dentro del porcentaje que establece el Gobierno.
- No se genera déficit presupuestario en términos de contabilidad nacional.





# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

## INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo			Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)	
				Total	Construcción	Equipo y otros productos					
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>											
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	2,2	0,1	0,9	1,0	1,1	0,9	6,9	3,1	0,6	1,6	
2024	1,6	1,4	0,8	2,0	1,5	2,6	3,0	2,7	1,3	0,3	
2022	I	6,3	4,6	-1,2	3,8	0,6	7,1	17,1	12,6	4,6	1,7
	II	7,7	5,1	-2,6	6,0	6,5	5,4	20,1	8,6	3,7	4,0
	III	4,9	4,9	-1,3	6,3	6,9	5,6	14,2	8,8	2,9	2,0
	IV	3,1	3,0	2,5	2,5	4,7	0,2	7,2	2,1	1,1	1,9
2023	I	4,2	1,6	1,4	0,7	4,9	-3,4	10,2	3,3	1,3	2,8
	II	1,9	-0,1	2,4	-1,4	-2,2	-0,6	5,4	2,3	0,5	1,4
	III	1,7	-1,5	0,9	0,3	-0,4	1,2	5,5	0,7	-0,2	1,9
	IV	1,2	0,4	-1,1	4,6	2,6	6,9	6,8	6,3	0,8	0,5
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales</b>											
2022	I	-0,5	0,0	-0,5	3,6	0,7	6,5	2,8	1,4	-1,1	0,6
	II	2,6	2,6	-0,8	3,3	7,8	-1,1	4,9	2,2	1,6	1,1
	III	0,4	1,9	1,8	-0,5	-1,0	0,0	0,4	3,0	1,3	-0,9
	IV	0,5	-1,6	2,1	-3,7	-2,6	-4,9	-1,0	-4,4	-0,7	1,2
2023	I	0,6	-1,3	-1,6	1,8	0,9	2,7	5,7	2,6	-0,8	1,4
	II	0,4	0,9	0,2	1,1	0,5	1,7	0,3	1,2	0,8	-0,4
	III	0,2	0,5	0,2	1,3	0,8	1,8	0,5	1,4	0,6	-0,4
	IV	0,0	0,3	0,1	0,4	0,4	0,5	0,3	1,0	0,3	-0,3
	<b>Precios corrientes (MM euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>									
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	1.421	55,5	20,0	19,7	10,2	9,5	43,6	39,8	96,2	3,8	
2024	1.493	55,4	19,8	19,8	10,2	9,7	44,2	40,3	96,0	4,0	

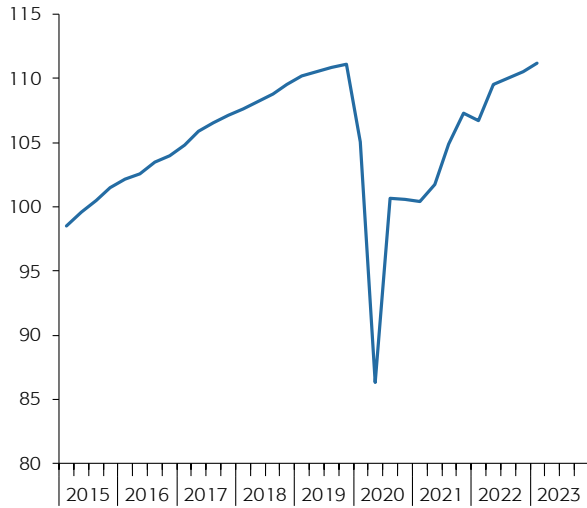
\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

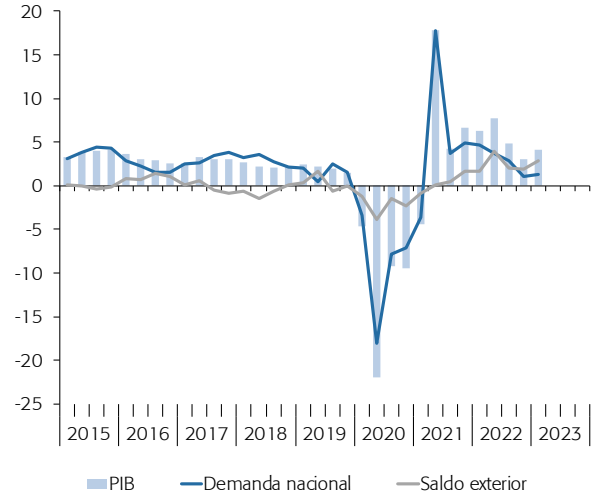
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

**Gráfico 1.1.- PIB**

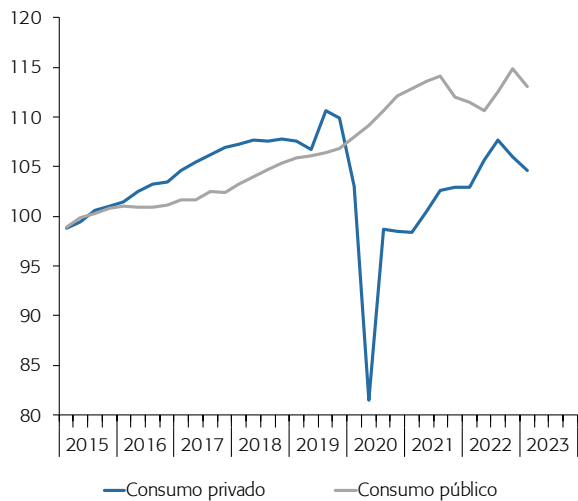
Nivel 2015=100

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

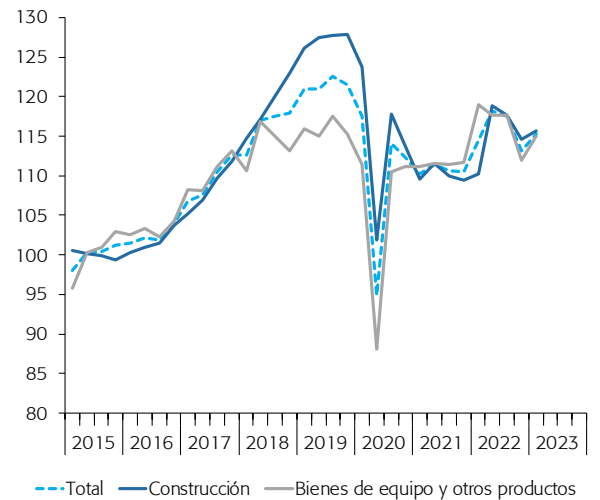
Puntos porcentuales

**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\*

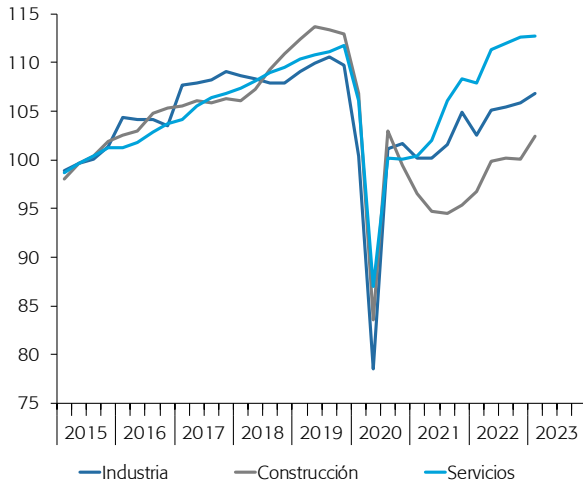
	Valor añadido bruto a precios básicos									Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios		
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>										
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	6,1	4,1	2,3	4,3	0,3	7,5	-3,0	11,3	8,8
2022	II	7,8	-3,1	4,9	6,0	5,4	9,1	-2,5	13,3	6,3
	III	5,0	-2,7	3,8	3,3	6,0	5,5	-1,4	7,9	3,7
	IV	3,4	-2,4	0,9	1,9	4,9	4,0	1,2	4,9	0,1
	I	4,5	2,8	4,3	5,6	5,8	4,5	1,1	5,6	1,5
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales</b>										
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
2022	I	-0,6	-1,5	-2,3	-2,0	1,5	-0,4	-1,9	0,1	0,7
	II	2,8	-5,9	2,5	2,3	3,2	3,2	0,6	4,0	1,1
	III	0,6	0,8	0,3	1,0	0,3	0,6	0,4	0,7	-0,8
	IV	0,6	4,4	0,4	0,6	-0,1	0,6	2,1	0,1	-0,8
2023	I	0,4	3,8	1,0	1,5	2,4	0,0	-2,0	0,7	2,1
	<b>Precios corrientes (MM euros)</b>	<b>Porcentaje del VAB a precios básicos</b>								
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.

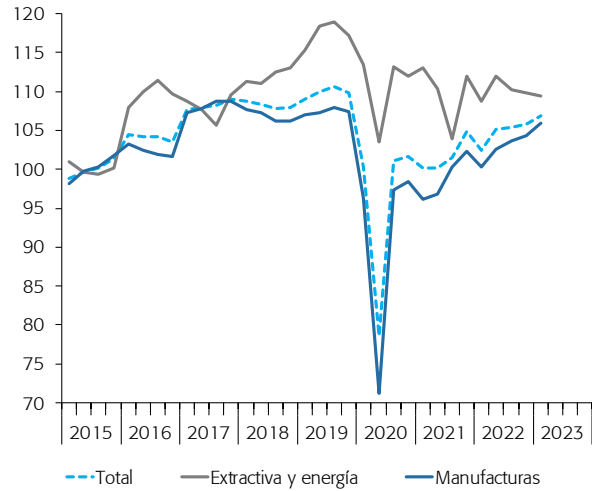
**Gráfico 2.1.- VAB por sector**

Nivel 2015=100



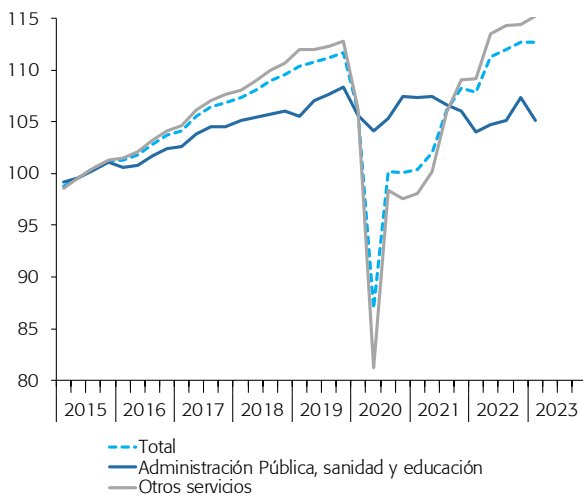
**Gráfico 2.2.- VAB, industria**

Nivel 2015=100



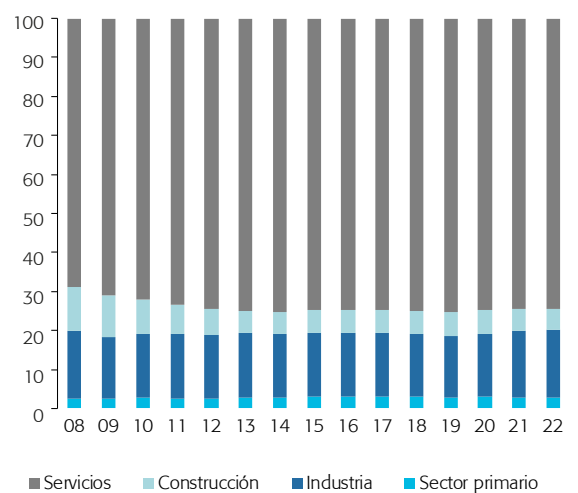
**Gráfico 2.3.- VAB, servicios**

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	
<b>Índices, 2015 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario</b>													
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	111,6	116,5	95,8	112,6	117,5	99,5	--	--	--	--	--	--	
2024	113,4	117,7	96,4	116,6	120,9	99,0	--	--	--	--	--	--	
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	106,7	113,7	93,9	106,3	113,2	102,2	100,3	107,9	92,9	102,2	110,0	92,3
	II	109,5	114,7	95,5	107,3	112,3	101,0	102,6	111,9	91,7	105,6	115,2	94,7
	III	110,0	115,9	94,9	109,0	114,9	101,9	103,6	111,0	93,4	110,5	118,3	95,0
	IV	110,5	116,1	95,2	110,5	116,1	100,0	104,3	112,2	93,0	110,1	118,4	92,0
2023	I	111,2	116,3	95,6	111,7	116,8	99,3	105,9	111,9	94,6	106,6	112,6	86,4
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>													
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		2,2	1,2	1,0	4,0	2,9	-1,7	--	--	--	--	--	--
2024		1,6	1,0	0,6	3,5	2,9	-0,5	--	--	--	--	--	--
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	6,3	5,2	1,0	-0,1	-1,1	-4,6	4,3	2,1	2,1	-0,1	-2,2	-6,3
	II	7,7	5,1	2,5	1,8	-0,6	-4,6	6,0	3,7	2,1	0,4	-1,7	-7,8
	III	4,9	2,8	2,0	2,4	0,4	-3,8	3,3	3,4	0,0	0,9	1,0	-5,6
	IV	3,1	2,0	1,0	4,0	3,0	-2,0	1,9	1,9	0,0	4,0	4,0	-5,0
2023	I	4,2	2,3	1,9	5,1	3,2	-2,9	5,6	3,7	1,9	4,3	2,4	-6,4

(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

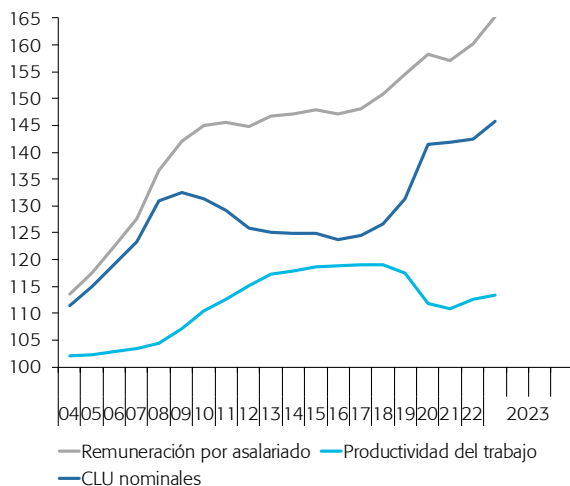
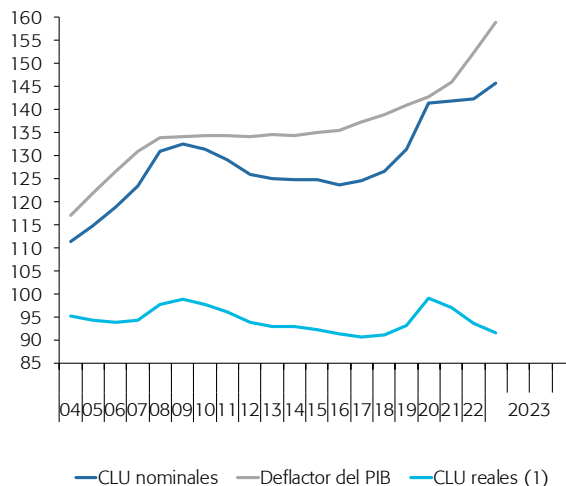


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados por el deflactor industrial.

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

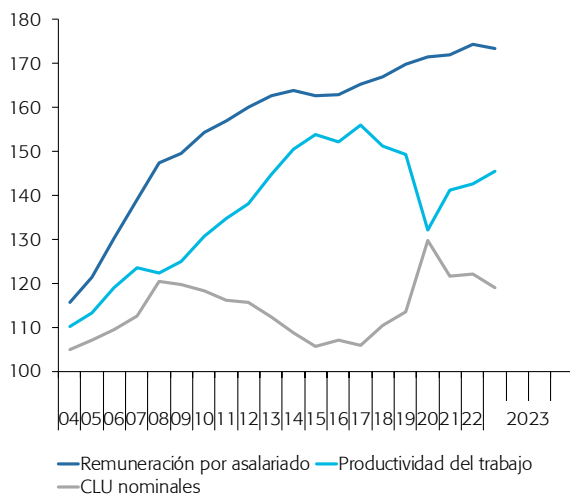
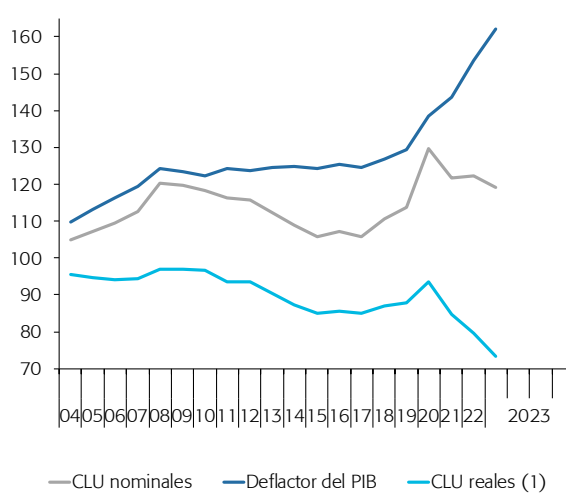


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

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	1.316,0	1.029,3	286,7	279,1	46,9	43,2	21,6	21,0	0,6	1,5
2023	1.420,9	656,1	619,0	1.407,4	1.073,0	334,5	294,6	46,2	43,6	23,5	20,7	2,8	3,4
2024	1.493,3	687,1	645,1	1.472,6	1.122,9	349,6	311,1	46,0	43,2	23,4	20,8	2,6	3,0
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	1.236,3	593,6	510,9	1.232,8	958,2	274,6	258,8	48,0	41,3	22,2	20,9	1,3	1,5
II	1.271,8	604,6	530,5	1.264,0	982,2	281,8	267,0	47,5	41,7	22,2	21,0	1,2	1,5
III	1.300,6	613,0	549,3	1.292,8	1.007,9	284,9	273,4	47,1	42,2	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	1.361,1	634,6	594,4	1.348,4	1.045,2	303,3	279,9	46,6	43,7	22,3	20,6	1,7	2,6
	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	7,1	5,4	8,1	6,9	4,2	16,7	5,5	-0,7	0,4	1,9	-0,3	2,2	1,9
2024	5,1	4,7	4,2	4,6	4,7	4,5	5,6	-0,2	-0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,4
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	12,0	12,1	10,1	19,8	14,1	-1,8	0,2	1,6	0,5	1,1	0,4
II	9,9	6,3	12,0	10,0	8,3	16,3	12,6	-1,6	0,8	1,2	0,5	0,7	0,3
III	10,6	6,2	14,9	10,7	9,6	14,8	13,5	-1,9	1,6	0,8	0,5	0,3	-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	10,1	6,9	16,3	9,4	9,1	10,4	8,1	-1,4	2,3	0,1	-0,4	0,4	1,1

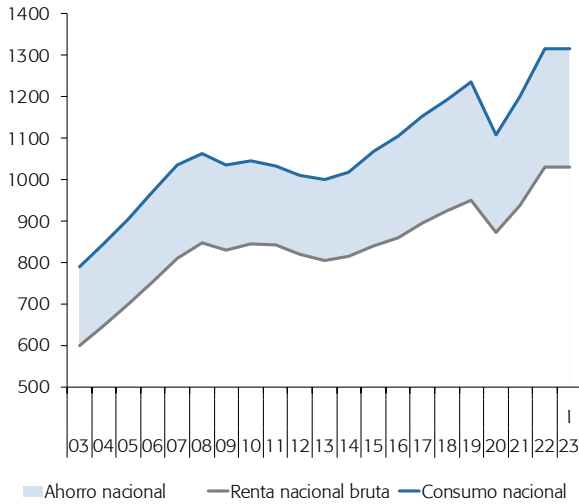
(a) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

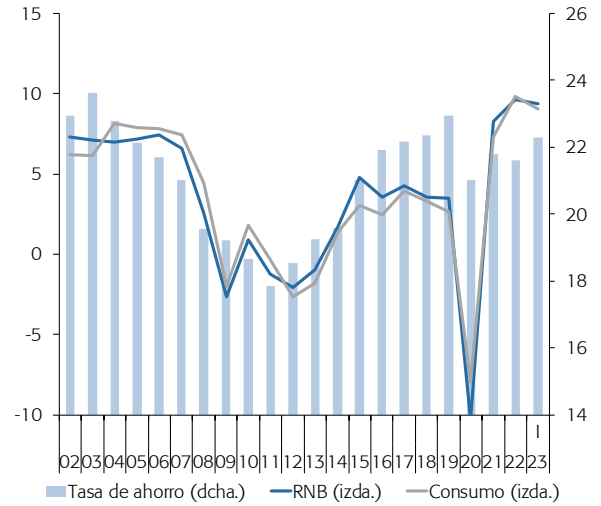


**Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro**

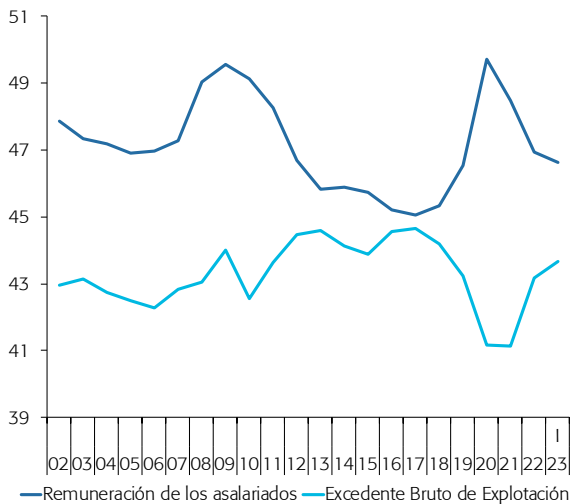
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

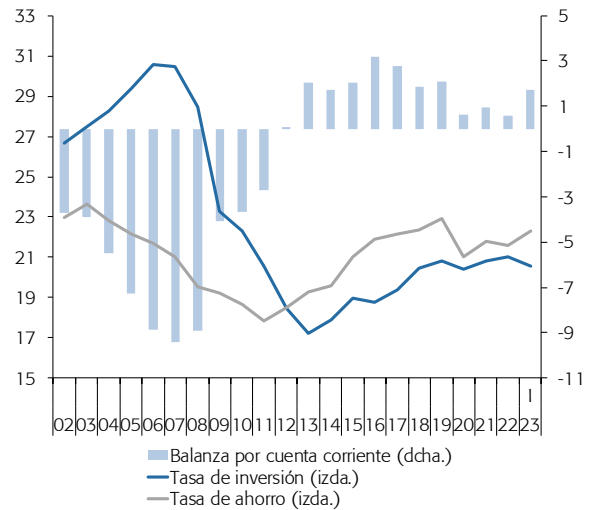
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



## Cuadro 5

## Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

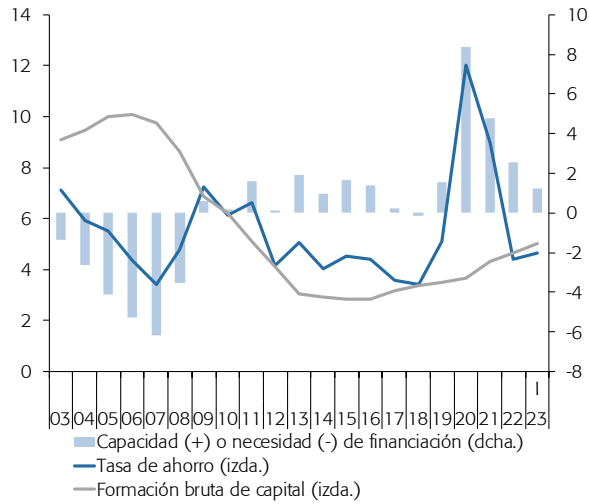
Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje de la RDB	Porcentaje del PIB	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje del PIB				
2016	700,6	648,3	49,2	31,8	7,0	2,9	1,4	255,0	195,8	149,0	17,6	13,4	4,4
2017	723,0	678,1	41,8	36,8	5,8	3,2	0,2	267,0	200,4	160,4	17,2	13,8	3,7
2018	743,6	699,5	41,2	40,7	5,5	3,4	-0,1	271,1	199,7	176,7	16,6	14,7	2,2
2019	780,9	714,5	63,6	43,4	8,1	3,5	1,5	275,7	202,8	186,2	16,3	15,0	1,6
2020	765,7	627,3	134,5	40,8	17,6	3,6	8,4	214,2	148,6	150,1	13,3	13,4	0,2
2021	789,3	678,8	108,3	52,2	13,7	4,3	4,8	236,6	163,1	161,2	13,5	13,4	0,8
2022	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	852,4	788,5	61,7	54,5	7,2	3,8	0,5	321,6	212,0	186,8	14,9	13,1	2,0
2024	891,6	827,0	62,4	48,0	7,0	3,2	1,0	339,8	230,8	208,1	15,5	13,9	1,7
2021 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
I I	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
2023 I	836,1	770,6	63,1	56,7	7,5	4,2	0,4	307,3	218,4	174,4	16,1	12,8	3,8
	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	4,3	4,2	5,6	-8,0	0,1	-0,6	0,6	9,4	1,4	9,0	-0,8	0,2	-1,4
2024	4,6	4,9	1,0	-12,0	-0,2	-0,6	0,5	5,7	8,9	11,4	0,5	0,8	-0,3
2021 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
I I	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
2023 I	5,2	9,4	-28,0	-1,3	-3,5	-0,5	-2,1	23,5	25,2	8,8	2,0	-0,1	2,1

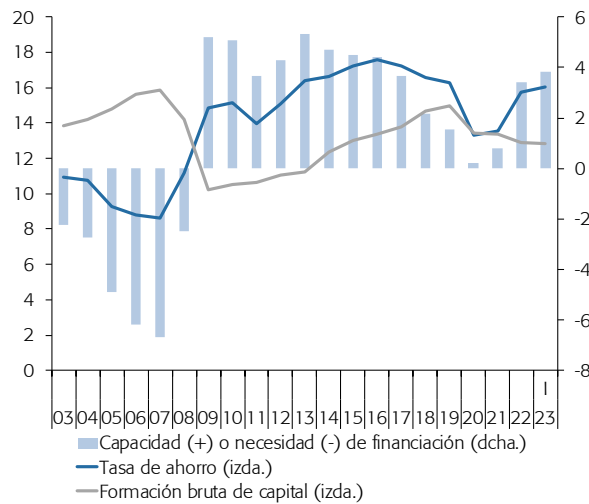
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

**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

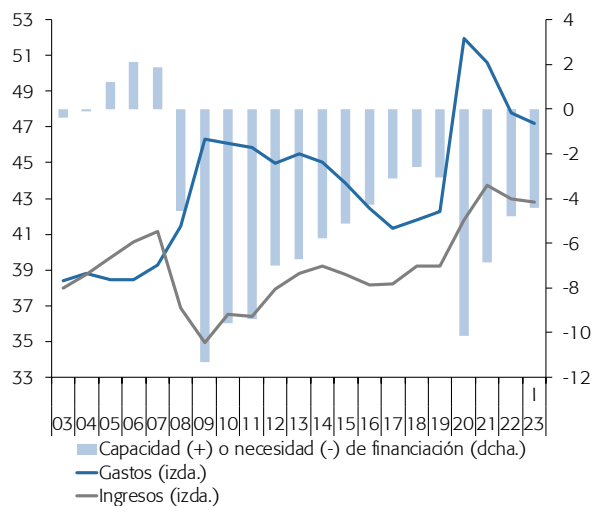
Previsiones en azul

	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	
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>													
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	169,2	179,0	188,6	63,6	600,4	160,7	83,3	36,6	284,0	53,2	43,0	660,8	-60,4
2024	179,4	183,1	197,8	62,8	623,1	165,6	89,1	40,4	292,5	54,5	35,7	677,7	-54,6
2021 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
2023 I	162,1	167,9	183,2	69,4	582,6	155,7	80,2	31,6	271,5	53,2	50,4	642,5	-59,9
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>													
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	11,9	12,6	13,3	4,5	42,3	11,3	5,9	2,6	20,0	3,7	3,0	46,5	-4,3
2024	12,0	12,3	13,2	4,2	41,7	11,1	6,0	2,7	19,6	3,6	2,4	45,4	-3,7
2021 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	43,6	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
2023 I	11,9	12,3	13,5	5,1	42,8	11,4	5,9	2,3	19,9	3,9	3,7	47,2	-4,4

Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

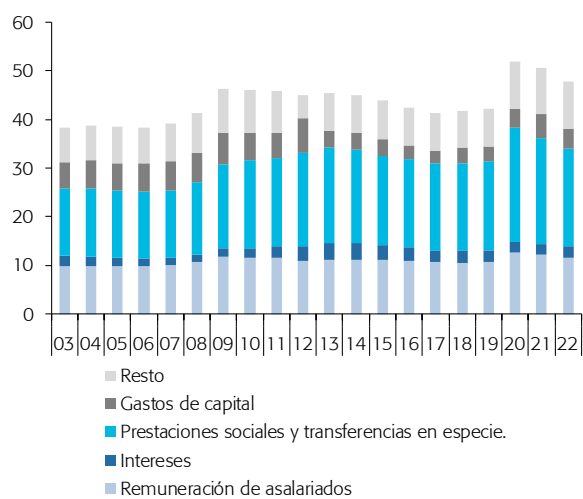
### Gráfico 6.1.- Sector público: ingresos, gastos y déficit

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**

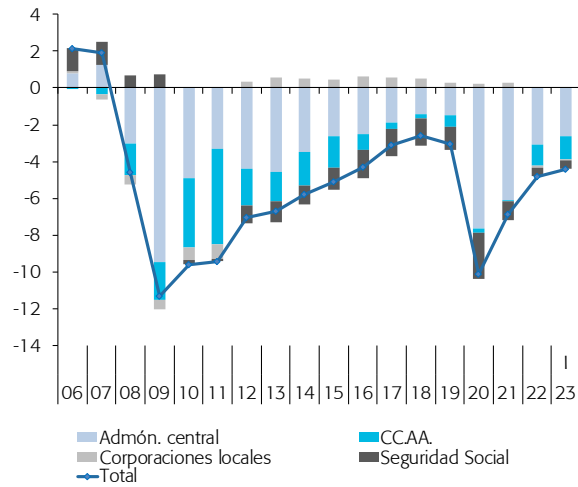
Previsiones en azul

	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	
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>					
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	--	--	--	--	-60,4	--	--	--	--	1.563,4	
2024	--	--	--	--	-54,6	--	--	--	--	1.618,5	
2021	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
2023	I	-35,6	-17,6	-0,5	-6,2	-59,9	1.387,8	322,2	23,0	106,2	1.535,3
		<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>Porcentaje del PIB</b>				
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	--	--	--	--	-4,3	--	--	--	--	110,0	
2024	--	--	--	--	-3,7	--	--	--	--	108,4	
2021	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	105,7	25,1	1,8	8,0	117,6
	II	-4,7	0,0	0,2	-0,3	-4,9	104,2	24,9	1,8	7,8	116,0
	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
2023	I	-2,6	-1,3	0,0	-0,5	-4,4	102,0	23,7	1,7	7,8	112,8

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

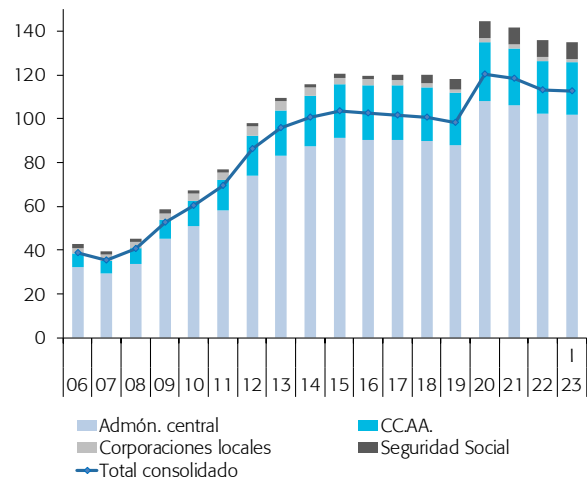
### Gráfico 7.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



### Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



## Cuadro 8

## Mercado de trabajo

Previsiones en azul

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

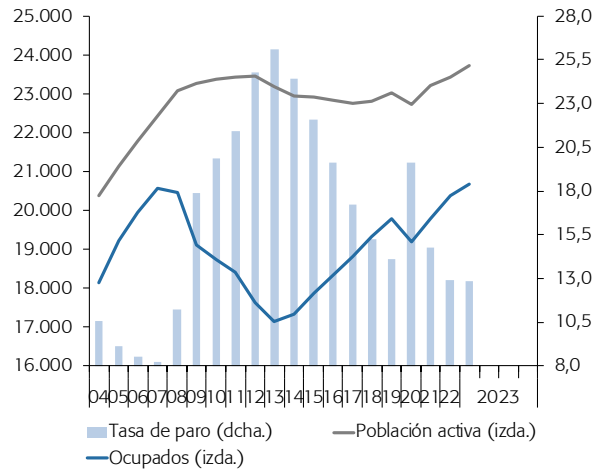
(a) Población activa de 16 o más años sobre población de 16 o más años. (b) Ocupados de 16 o más años sobre población de 16 o más años. (c) Desempleados en cada grupo sobre población activa en cada grupo. (d) Tasas de crecimiento interanual para datos originales; tasas de crecimiento intertrimestral para datos CVE.

Fuente: INE (EPA) y Funcas.

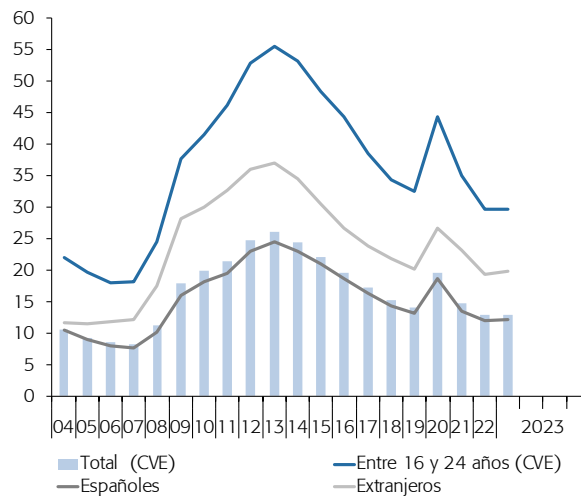


**Gráfico 8.1.- Población activa, empleo y desempleo, CVE**

Cientos de personas y porcentaje de la población activa

**Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo**

Porcentaje



Cuadro 9

**Índice de precios al consumo**

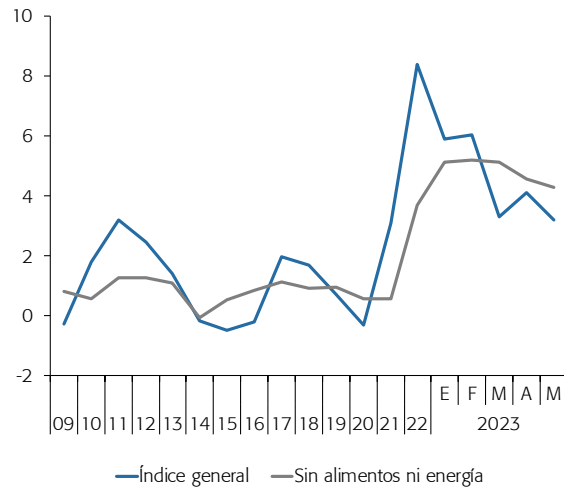
Previsiones en azul

	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	
<b>Índices, 2021 = 100</b>										
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	112,6	108,5	111,9	109,1	107,8	124,9	121,4	107,6	123,7	
2024	116,4	111,5	115,4	111,1	111,3	130,7	127,4	112,8	129,6	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8	
2019	0,7	1,0	0,9	0,3	1,4	0,5	1,9	-1,2	0,9	
2020	-0,3	0,6	0,7	0,2	0,8	1,3	3,7	-9,6	2,1	
2021	3,1	0,6	0,8	0,6	0,6	1,3	2,4	21,2	1,7	
2022	8,4	3,7	5,2	4,2	3,3	10,6	10,9	27,9	10,7	
2023	3,9	4,6	6,4	4,7	4,3	13,0	9,5	-15,9	11,8	
2024	3,4	2,8	3,2	1,9	3,2	4,7	5,0	4,8	4,7	
2023	Ene	5,9	5,1	7,5	6,5	4,1	16,5	10,7	-8,3	14,6
	Feb	6,0	5,2	7,6	6,5	4,2	16,8	13,4	-8,9	15,7
	Mar	3,3	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	3,2	4,3	6,1	4,2	4,2	12,9	8,9	-19,6	11,6
	Jun	2,0	4,2	6,0	4,0	4,1	12,5	7,1	-24,8	10,6
	Jul	2,3	4,7	6,3	4,1	4,5	12,1	7,6	-24,8	10,6
	Ago	2,6	4,9	6,5	4,2	4,8	12,1	8,2	-24,1	10,9
	Sep	3,5	4,7	6,3	4,2	4,7	12,3	8,9	-18,0	11,2
	Oct	4,0	4,3	5,9	4,1	4,3	11,7	8,5	-11,1	10,5
	Nov	4,6	4,2	5,5	4,0	4,3	10,5	9,6	-4,7	10,1
	Dic	5,0	4,0	4,9	3,6	4,2	8,4	8,9	3,3	8,6
2024	Ene	4,7	3,4	4,4	2,3	3,9	8,1	10,0	3,9	8,7
	Feb	4,0	3,3	4,0	2,0	3,9	6,8	7,9	1,0	7,1
	Mar	4,0	3,2	3,8	2,1	3,6	6,3	5,6	4,5	6,1
	Abr	4,1	3,0	3,6	2,4	3,3	5,9	6,7	6,4	6,1
	May	4,3	3,0	3,6	2,6	3,2	5,7	6,7	9,6	6,0
	Jun	3,9	2,9	3,3	2,4	3,1	5,1	6,0	7,7	5,4
	Jul	3,6	2,7	3,1	2,1	2,9	4,5	5,3	7,5	4,7
	Ago	3,3	2,5	2,8	1,9	2,8	3,8	4,3	6,8	4,0
	Sep	3,0	2,5	2,6	1,7	2,9	3,2	3,4	6,0	3,2
	Oct	2,6	2,4	2,5	1,4	2,9	2,7	2,8	4,2	2,8
	Nov	2,2	2,3	2,3	1,1	2,9	2,3	1,4	1,9	2,1
	Dic	1,8	2,2	2,2	0,9	2,9	1,9	0,5	-0,5	1,5

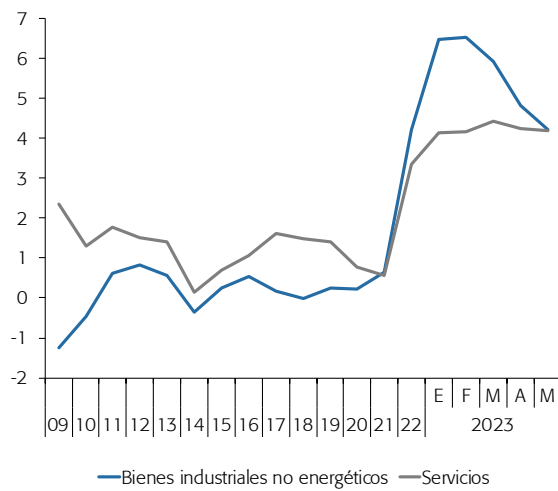
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

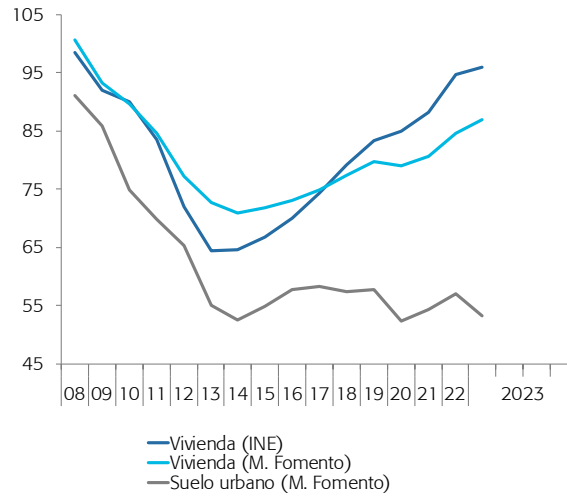
## Otros indicadores de precios y costes

	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	156,4	--
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	172,2	--
2022	112,7	157,7	125,4	94,7	84,7	57,0	160,4	158,4	166,5	175,6	--
2023 (b)	117,7	151,8	130,4	96,0	87,0	53,2	163,7	159,3	177,4	172,8	--
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	165,2	--
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	117,7	154,0	130,4	96,0	87,0	53,2	163,7	159,3	177,4	172,8	--
II (b)	--	148,4	130,4	--	--	--	--	--	--	--	--
2023 Mar	--	152,5	130,8	--	--	--	--	--	--	--	--
Abr	--	149,6	130,6	--	--	--	--	--	--	--	--
May	--	147,2	130,3	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Tasas de crecimiento interanuales (c)</b>											
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	0,4	6,8	3,5	3,1	-8,8	6,2	6,0	6,7	4,6	3,3
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	1,2	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	3,5	3,1	-8,8	6,2	6,0	6,7	4,6	3,1
II (e)	--	-6,5	3,2	--	--	--	--	--	--	--	3,3
2023 Mar	--	-1,4	7,2	--	--	--	--	--	--	--	3,1
Abr	--	-4,5	4,1	--	--	--	--	--	--	--	3,1
May	--	-6,9	2,9	--	--	--	--	--	--	--	3,3

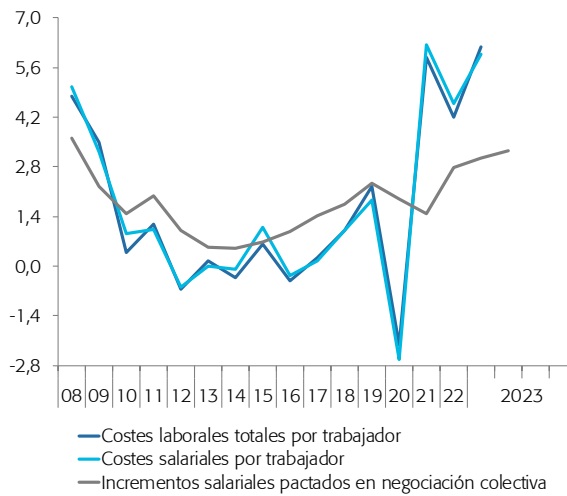
(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento sobre el trimestre anterior para datos trimestrales, y tasa de crecimiento sobre el mes anterior para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año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

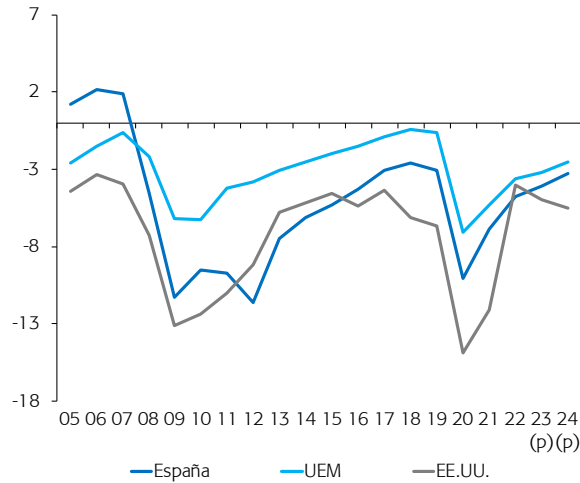
En azul: previsiones de la Comisión Europea

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

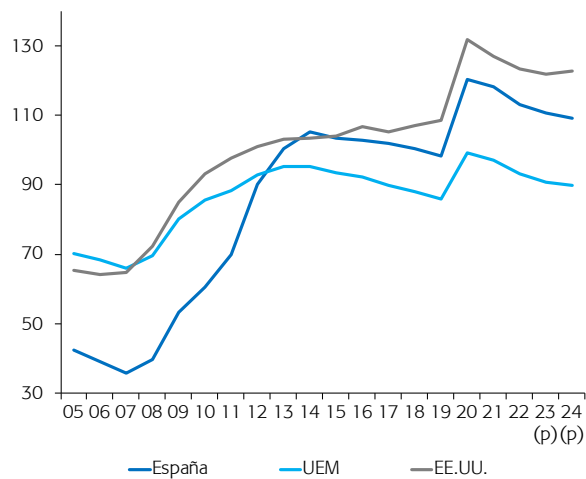
Porcentaje del PIB



(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	15,4	11,7
2023■	19.281			
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
2023■	16,3	6,1	32,6	49,5
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.

■ Los datos se refieren a enero-marzo.

\* Datos provisionales.

Cuadro 4

## Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019	807.614	6.038.326	1.138	957.500	975	2.361.620	712
2020	1.828.489	6.094.447	1.162	952.704	985	2.352.680	725
2021	922.856	6.165.349	1.190	949.765	994	2.353.987	740
2022	773.227	6.253.797	1.254	951.067	1035	2.351.703	778
2023	790.261■	6.335.026●	1.372●	945.892●	1.120●	2.350.021●	850●

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	894.550■	268.671●	177.086●	9.925●	

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-abril.

● Los datos se refieren a enero-mayo

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 INCLASNS INCLASNS INCLASNS INCLASNS

Cuadro 5 (continuación)

## Protección social: sanidad

	Satisfacción*		Tiempo en lista de espera (días)	
	Con el funcionamiento del sistema sanitario público	Con el conocimiento del historial y el seguimiento de sus problemas de salud por el médico de familia y el pediatra	Para intervenciones quirúrgicas no urgentes	Para primera consulta de especialista
2008	6,4	7,0	71	59
2010	6,6	7,3	65	53
2012	6,6	7,5	76	53
2014	6,3	7,5	87	65
2015	6,4	7,5	89	58
2016	6,6	7,6	115	72
2017	6,7	7,5	106	66
2018	6,6	7,5	129	96
2019	6,7	7,6	115	81
2020			148	99
2021			121	75
2022	6,3			
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".

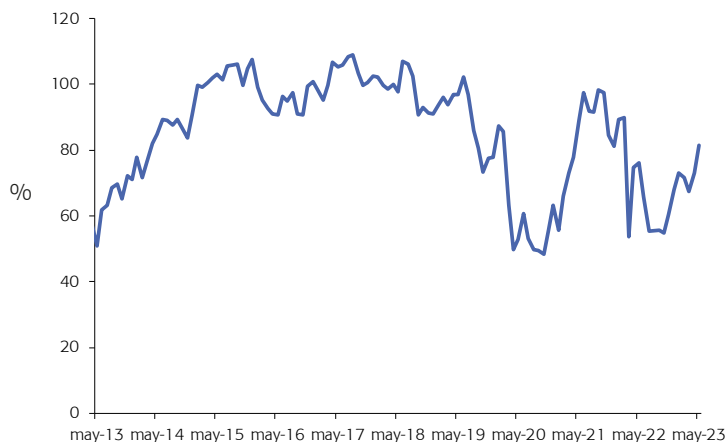
• Datos provisionales.

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

Gráfico 1

### Evolución del ICC (mayo 2013-mayo 2023)

El ICC de mayo de 2023, el más alto desde la invasión rusa de Ucrania



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

*Fuente:* Estudios ICC (Índice de Confianza del Consumidor), Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

## 3. FLASH SOCIAL. Elecciones generales decisivas... "y lo sabes"

A pesar de que las próximas elecciones generales van a celebrarse en pleno periodo vacacional para una parte significativa de la población española, las expectativas de participación que albergan los votantes son muy altas. Preguntados en junio de 2023 por la probabilidad de votar en las elecciones del próximo 23 de julio, casi cuatro quintas partes (78 %) de una muestra representativa de la población española mayor de edad han afirmado que lo harán "con toda seguridad". En octubre de 2019 fueron dos tercios (66 %) los que dieron esa misma respuesta ante las elecciones generales que tuvieron lugar el 10 de noviembre de ese año (Gráfico 2).

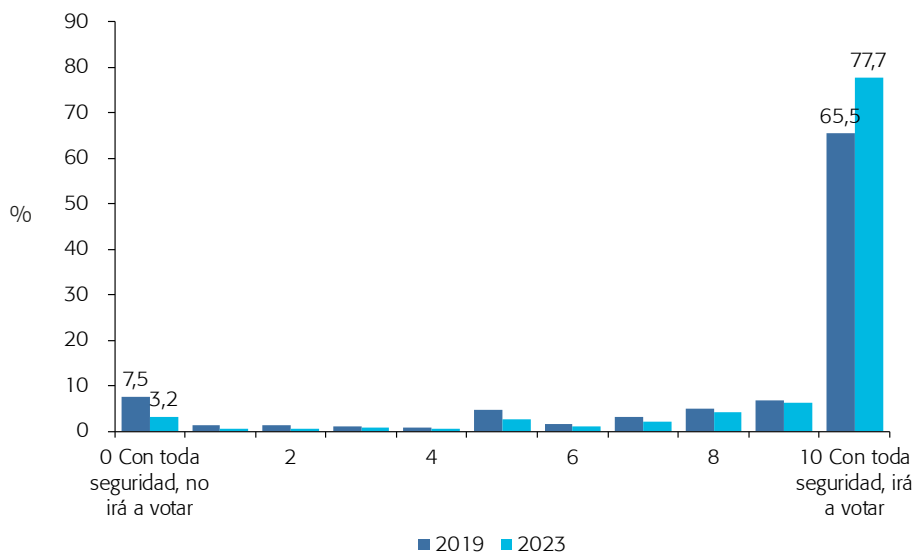
Que la intención firme de votar en las próximas elecciones generales se halla más extendida en el verano de 2023 que en el invierno de 2019 se observa asimismo en la media que arrojan las respuestas a esta pregunta: en una escala de 0 a 10, donde 0 significa "con toda seguridad no iré a votar" y 10, "con toda seguridad iré a votar", la media de 2023 alcanza 9,11, mientras que en octubre-noviembre de 2019 se situó en 8,3.

Al desagregar por sexo y edad las respuestas que han dado los encuestados en junio de 2023, se distinguen pautas similares a las observables en noviembre de 2019: las mujeres declaran mayor convicción que los hombres en su intención de votar (Gráfico 3); y los ciudadanos mayores, más que los jóvenes (Gráfico 4). Desde las últimas elecciones generales, celebradas en noviembre de 2019, no se aprecia, por tanto, un cambio en los patrones sociodemográficos de intención de voto, sino una intensificación de esa intención en los diferentes grupos.

Los datos indican que la población española considera las próximas elecciones "decisivas", de esas que ponen en juego asuntos fundamentales para los ciudadanos, de esas en las que cada voto importa.

Gráfico 2

## Probabilidad de ir a votar en las próximas elecciones [octubre de 2019 y junio de 2023]

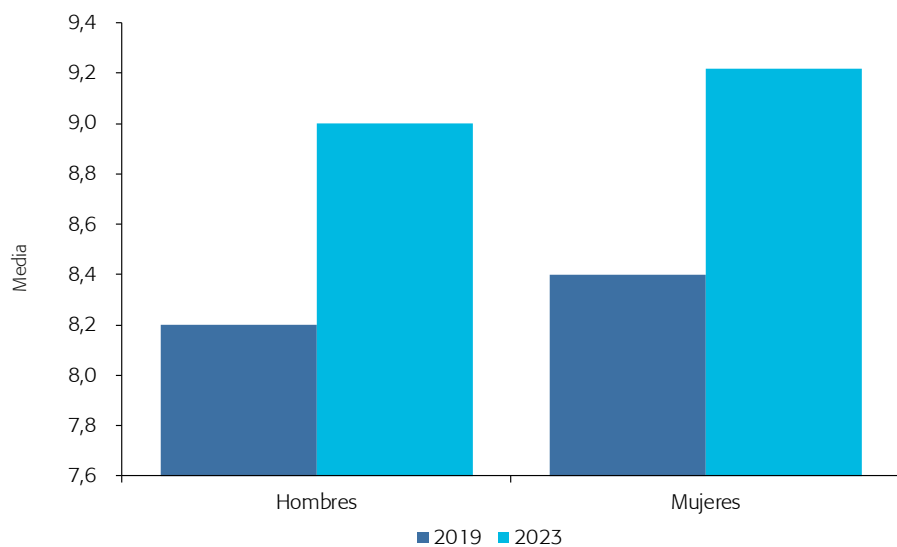


Pregunta: "Me gustaría que me dijera cuál es la probabilidad de que Ud. vote en las próximas elecciones utilizando para ello una escala de 0 a 10, donde 0 significa 'con toda seguridad, no irá a votar' y 10 significa que 'con toda seguridad, irá a votar'".

Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)), Estudios 3267 y 3411.

Gráfico 3

## Probabilidad de ir a votar en las próximas elecciones, por sexo [octubre de 2019 y junio de 2023]

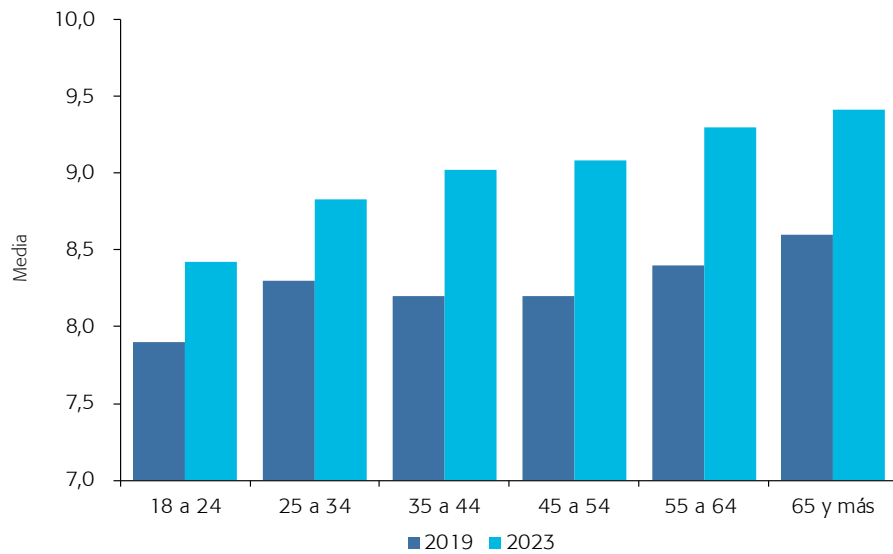


Pregunta: "Me gustaría que me dijera cuál es la probabilidad de que Ud. vote en las próximas elecciones utilizando para ello una escala de 0 a 10, donde 0 significa 'con toda seguridad, no irá a votar' y 10 significa que 'con toda seguridad, irá a votar'".

Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)), Estudios 3267 y 3411.

Gráfico 4

### Probabilidad de ir a votar en las próximas elecciones, por edad [octubre de 2019 y junio de 2023]



*Pregunta:* "Me gustaría que me dijera cuál es la probabilidad de que Ud. vote en las próximas elecciones utilizando para ello una escala de 0 a 10, donde 0 significa 'con toda seguridad, no irá a votar' y 10 significa que 'con toda seguridad, irá a votar'".

*Fuente:* Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)), Estudios 3267 y 3411.





## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 30 de junio de 2023

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	0,2	Abril 2023
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito ( % var. mensual medio)	-0,5	Abril 2023
Dudosos (% var. mensual medio)	1,2	Abril 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	1.100.448	Mayo 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	96.179	Mayo 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	1	Mayo 2023
Ratio “gastos de explotación/margen ordinario” (%)	42,16	Marzo 2023
Ratio “depósitos de clientes/empleados” (miles de euros)	12.993,97	Marzo 2023
Ratio “depósitos de clientes/oficinas” (miles de euros)	117.090,73	Marzo 2023
Ratio “oficinas/entidades”	93,45	Marzo 2023

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 mayo	2023 junio	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,5	6,9	4,1	1,4	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,3	-0,572	2,482	3,463	3,587	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,6	-0,501	3,368	3,939	4,103	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	3,3	3,3	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	3,6	-	-	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario “Dinero y tipos de interés”: en una situación de mayor incertidumbre entre la lucha contra la inflación y la confirmación de una situación de recesión en la eurozona, en junio el BCE ha vuelto a subir los tipos de interés un cuarto de punto, si bien estará muy atento a los riesgos macroeconómicos en sus próximas decisiones. La Reserva Federal de Estados Unidos, sin embargo, no ha subido tipos en junio, aunque podría retomar las subidas en julio. En este contexto, los tipos de interés de mercado han aumentado en junio. El euríbor a 3 meses se ha elevado desde el 3,463 % de mayo al 3,587 % de junio, mientras que el euríbor a 12 meses ha pasado del 3,939 % al 4,103 % en el mismo período. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años se ha mantenido en junio en el 3,3 % de mayo.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 abril	2023 mayo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	35,7	27,9	27,8	22,78	24,05	(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	8,47	11,37	(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	0,10	0,35	(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	0,22	0,25	(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	2,9	3,1	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	3,5	-	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	0,02	-1,9	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	-26,1	-16,3	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	917,08	949,51 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.541,2	8.771,5	8.851,0	9.241,0	9.593,0 (a)	Con base dic1989=3000

**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 abril	2023 mayo	Definición y cálculo
16. Nasdaq	NASDAQ	3.924,5	15.644,9	10.466,4	12.226,58	13.591,33	Índice compuesto NASDAQ
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	15,4	21,1	16,1	29,3	28,1 (a)	Variación para todas las bolsas
18. Deuda privada a corto plazo. Saldo vivo (% var.)	BE	0,79	2,4	8,01	-8,3	-34,3	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	0,02	-0,95	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	-29,7	7,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	14,8	21,1	35,8	-66,6	0	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 30 de junio de 2023.

Comentario "Mercados financieros": en junio, los índices bursátiles españoles han mantenido un tono algo más estable, con subidas con respecto al valor con que cerraban mayo. El IBEX-35 se sitúa en los 9.593 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 949,51 puntos. Por su parte, en el mes de mayo (último dato disponible) se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 24,05 %) y de las obligaciones del Estado (hasta el 11,37 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 7,7 % mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice no variaron 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 marzo	2023 abril	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	4,9	0,2	-0,04	0,2	0,2	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	-6,6	-0,5	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	8,4	-0,7	1,2	0,9	-0,8	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	7,5	0,1	-0,1	1,1	1,5	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	4,8	4,2	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 marzo	2023 abril	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-0,4	-1,5	-1,4	1,2	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	-11,3	13,6	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	0,4	0,4	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": en abril, último dato disponible, se observó un aumento del crédito al sector privado del 0,2 %. Los depósitos cayeron en un 0,5 %. Los valores de renta fija disminuyeron su peso en balance un 0,8 % mientras que las acciones y participaciones lo aumentaron en un 1,5 %. Asimismo, se produjo un aumento en el volumen de préstamos dudosos del 1,2 % 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 diciembre	2023 enero	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	176	113	110	110	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	80	78	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	158.317 (a)	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	36.919	22.589	19.015	17.648	17.569	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	1.638.831	1.100.448 (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	192.970	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 diciembre	2023 enero	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 2022.

(b): Último dato a 31 de mayo de 2023.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": en mayo 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 mayo de 2023, su valor en España era de 620.755 millones de euros y de 4,8 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 (4T)	2023 (1T)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	46,86	54,90	54,18	46,99	42,16	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	12.610,21	12.993,97	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	117.256,85	117.090,73	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	181,61	116,74	98,01	92,88	93,45	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,01	8,1	9,2	9,3	9,5	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,04	-2,4	0,6	1,3	0,1	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,41	0,4	0,5	0,7	0,8	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	5,55	-0,7	6,9	9,8	11,3	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 primer trimestre de 2023, 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 294. Deconstruyendo la inflación

#### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 12, N.º 3 (2023). Deconstructing inflation in Spain

#### PAPELES DE ENERGÍA

N.º 21. junio (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)**

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

**[publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)**







Somos mucho más  
de lo que imaginas. ¿Vienes?

cecabank

cecabank



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



ISSN: 2254-3422



97722543427