

Equinoccio monetario

Ascenso de tipos de interés, exceso de liquidez y balance del BCE

Subidas de tipos de interés: ¿qué ha cambiado?

Test de estrés con tipos elevados

Acceso de los jóvenes a la vivienda

Ajuste fiscal en Europa

Impacto de la inflación sobre el IVA de los hogares

Fondos *NGEU* a empresas y sectores

Supervisión del BCE

INDICADORES
ECONÓMICOS, SOCIALES
Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Francisco Rodríguez Fernández

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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

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

Diseño
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

ISSN: 2254-3422

© Funcas

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

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

Cuadernos de Información Económica

296

septiembre/octubre 2023



CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	El ascenso de los tipos de interés, el exceso de liquidez y el balance del BCE <i>Ignacio Ezquiaga y José Manuel Amor</i>
	9	Un año de subidas de tipos de interés. ¿Qué ha cambiado? <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	15	Primeros test de estrés con tipos elevados <i>Ángel Berges y Jesús Morales</i>
	25	El acceso de los jóvenes a la vivienda <i>Raymond Torres</i>
	33	El inminente ajuste fiscal en Europa <i>Erik Jones</i>
	41	Impacto de la inflación sobre el IVA soportado por los hogares españoles en los años 2021 y 2022 <i>Desiderio Romero Jordán</i>
	51	¿A qué empresas y sectores están llegando los fondos NGEU? <i>Joaquín Maudos</i>
	59	Prioridades de supervisión del Banco Central Europeo <i>Diego Aires, Antonio Mota, Fernando Rojas y Francisco del Olmo</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	68	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	91	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	99	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

Del otoño climatológico se anhela el agua. Del económico y financiero se comienza a revelar qué cosecha recogen unos tipos de interés elevados que han sido el principal instrumento de política monetaria desde hace ya más de un año. El equinoccio otoñal divide la luz y la penumbra en partes iguales. El monetario aún debe dilucidar si las sombras que imponen mayores costes financieros pueden acabar iluminando una inflación moderada. Sucede todo esto tras unos años en los que casi tres generaciones de españoles se han incorporado al mercado de trabajo sin saber lo que era un entorno donde se pagaba por endeudarse y se remuneraba ahorrar. También es posible que la subida de tipos haya revelado lo que algunos estudios académicos han identificado históricamente como pérdida de memoria institucional. En particular, el hecho de que ya hubo tipos de interés elevados (bastante más, de hecho) en el pasado en España pero hace tanto tiempo (previo a la Unión Monetaria) que no lo recordamos. Lo que ahora se está viviendo es una época de normalización acelerada. Un endurecimiento en las condiciones financieras en pocas sentadas contundentes. La inflación no ha dejado espacio para administrar pequeñas dosis espaciadas en el tiempo. En el plano de la economía real, España resiste impulsada por el sector servicios. Así lo han revelado los datos macroeconómicos posvacacionales, pero las previsiones que los acompañan advierten de que los tiempos venideros pueden ser algo más aciagos. El tono restrictivo de la política monetaria, con sus mayores costes financieros, es unas de las principales causas.

El artículo que da entrada a este volumen, El ascenso de los tipos de interés, el exceso de liquidez y el balance del *BCE*, de IGNACIO EZQUIAGA y JOSÉ MANUEL AMOR, hace balance del trasunto de la política monetaria desde

la crisis financiera hasta hoy. El instrumento principal de política monetaria de la eurozona, el balance del Banco Central Europeo (*BCE*), ha experimentado transformaciones significativas, asumiendo un papel protagonista que trasciende su función tradicional y se adentra en esferas como la estabilidad financiera. Tras una política monetaria de acomodación de quince años, 2022 marcó el comienzo de la normalización, señalando el fin de un prolongado período de crisis de crédito y confianza, amplificado por la pandemia. Empezando 2022 con tipos cercanos a cero o incluso negativos y un balance masivo de 6,2 billones de euros, se observó un cambio drástico con la subida constante de los tipos. La marcada entrada en la zona restrictiva, con el *BCE* elevando sus tipos de intervención al 4,25 %, ha contribuido a una desaceleración de la demanda y a controlar una inflación que era más resistente a disminuir. Mientras que la estrategia del *BCE* y su grandioso balance han sido centrales en la gestión de crisis anteriores, el actual endurecimiento de la política monetaria refleja una nueva fase de desafíos y adaptaciones en el horizonte económico de la eurozona.

Buena parte de esos efectos de los tipos de interés los recogen SANTIAGO CARBÓ Y FRANCISCO RODRÍGUEZ en su artículo *Un año de subidas de tipos de interés. ¿Qué ha cambiado?* La política monetaria en la eurozona ha tomado un giro decidido en su lucha contra la inflación, con el alza en los tipos de interés como principal herramienta. Durante más de un año, esta estrategia ha reconfigurado el paisaje financiero, teniendo profundas repercusiones en los bolsillos de los ciudadanos, las operaciones de las empresas y las finanzas de los gobiernos. Para poner esto en contexto: la financiación destinada a vivienda ha experimentado un declive notable, evidenciado por una caída en flujos del 2,5 %

en tasa interanual para julio de 2023. Por otro lado, las instituciones bancarias observaron un aumento en sus beneficios antes de impuestos sobre su activo medio del 0,8 % al 1 % en el primer trimestre de 2023, si bien sus diferenciales entre rentabilidades de operaciones activas y pasivas apenas han cambiado una décima, el 1 %. Asimismo, las entidades financieras mantienen su cautela ante las incertidumbres macroeconómicas y la elevación de costes financieros de hogares y empresas. Tampoco la deuda pública se queda atrás: desde 2021, el coste de emisión de bonos a 3 años ha registrado un aumento del 3,75 %, y el de deuda a 10 años, un 3,16 %. Estos números no solo reflejan estrategias de contención ante la inflación, sino que también muestran las consecuencias directas en la economía y en la vida cotidiana. Es esencial entender este contexto para anticipar posibles escenarios y desafíos futuros.

Al mismo tiempo, la autoridad monetaria también ha tenido que hacer gala de su vertiente supervisora. Así lo recogen ÁNGEL BERGES Y JESÚS MORALES con el título *Primeros test de estrés con tipos elevados*. Los autores señalan que, en su tradición bienal de examinar la resistencia de los bancos más relevantes, el supervisor único europeo ha completado recientemente su ejercicio abarcando el periodo 2023-2025, basándose en datos hasta finales de 2022. De manera análoga, la Reserva Federal de Estados Unidos concluyó un ejercicio similar un mes antes que el BCE. A diferencia de los escenarios previos donde dominaban los tipos de interés cercanos a cero, las pruebas de 2023 se realizan en un contexto de tipos de interés más elevados. Un detalle particularmente notable es que ambos supervisores, por primera vez y de manera exploratoria, simularon el deterioro de las carteras de renta fija debido al aumento de los tipos de interés. El propósito del test de estrés es evaluar la robustez de los bancos ante situaciones adversas y sus resultados sugieren que están suficientemente preparados para ello. No obstante, estos escenarios ya no se limitan a desafíos puramente financieros. Riesgos asociados al cambio climático, ciberseguridad, tensiones geopolíticas y emergencias sanitarias están alterando la dinámica tradicional, teniendo repercusiones significativas en la economía y, por ende, en la solidez del sistema bancario.

Tal vez una de las dimensiones que más interés e inquietud genera es el impacto de las condiciones financieras cambiantes en el acceso a la vivienda. RAYMOND TORRES analiza estas cuestiones en su artículo *El acceso de los jóvenes a la vivienda*, señalando que esta circunstancia se ha vuelto más complicada, llevando a

un retraso en la edad de emancipación en comparación con el promedio de la UE. Una solución evidente sería incrementar la oferta de viviendas de alquiler asequibles. A nivel internacional, varios países han impulsado iniciativas privadas debido a restricciones presupuestarias públicas. La *Rapid Housing Initiative* de Canadá, por ejemplo, facilitó la creación de 10.000 viviendas en seis meses gracias a procedimientos administrativos simplificados. Es esencial considerar a aquellos jóvenes que, teniendo empleo, aún viven con sus padres y buscar soluciones que se adapten al mercado. En Europa, hay ejemplos como Alemania y Reino Unido que han incentivado la construcción privada con condiciones especiales. Además, se han implementado iniciativas regulatorias para limitar alquileres turísticos o gravar propiedades vacías, buscando aumentar la oferta habitacional, especialmente en áreas con alta demanda turística. Estas medidas, aunque efectivas localmente, pueden tener un impacto agregado limitado y deben ser evaluadas en cada contexto lo cual, no reduce la importancia de pasar a la acción.

La esfera pública no es tampoco ajena al cambio en las condiciones financieras. Como señala ERIK JONES en su contribución *El inminente ajuste fiscal en Europa* el panorama fiscal europeo experimentó un giro significativo a raíz de la pandemia de COVID-19, resultando en un aumento pronunciado de la deuda pública. En respuesta, la Comisión Europea invocó la "cláusula general de salvaguardia" del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en marzo de 2020 para permitir un gasto público adicional. Sin embargo, esta cláusula está programada para finalizar a finales de 2023. Aunque la alta inflación pospandemia ha aligerado la carga fiscal, la reciente política restrictiva implementada para controlarla plantea nuevos desafíos. La cruda realidad es que los países más endeudados de la zona euro no tienen más opción que implementar ajustes fiscales. Estas medidas son esenciales, independientemente de las directrices que se establezcan a nivel europeo. Aunque la robusta expansión económica ha beneficiado temporalmente las cuentas públicas, la política monetaria más estricta del BCE amenaza con revertir estos avances. Aunque la pandemia resaltó el papel vital de las políticas fiscales para mitigar el impacto de crisis económicas significativas, la recuperación económica posterior a la pandemia ha reavivado el debate sobre el papel y la efectividad de la política fiscal en la modulación del desempeño económico.

En el ámbito fiscal, una de las grandes cuestiones es precisamente qué papel está teniendo la inflación en

materia recaudatoria. En sentido último, es una cuestión técnica que, en este volumen aborda DESIDERIO ROMERO JORDÁN en el artículo *Impacto de la inflación sobre el IVA soportado por los hogares españoles en los años 2021 y 2022*. En 2021 y 2022, hubo un aumento notable en la cantidad de IVA recaudada en España. Pero ¿a qué se debe este aumento? Como señala el autor, una parte se atribuye a la elevada inflación, es decir, al aumento general de precios en la economía. Según la Agencia Tributaria, en 2022, cada hogar pagó, en promedio, 263,6 euros más en IVA, y más de la mitad de este aumento se debió únicamente a la inflación. En total, la inflación resultó en un aumento del gasto en IVA de aproximadamente 297 euros en dos años. Para una familia que gasta al nivel del ingreso medio en España, este impacto fue aún mayor, alcanzando unos 350 euros adicionales. Es crucial ser consciente de cómo la inflación y otros factores pueden afectar nuestros bolsillos indirectamente a través de impuestos como el IVA.

Es necesario recordar que no todo son noticias de tono restrictivo porque, precisamente, tras la pandemia, se comprometieron importantes fondos europeos para España. La intención fue impulsar la recuperación pero también alentar una transformación productiva. Así, JOAQUÍN MAUDOS, con el título *¿A qué empresas y sectores están llegando los fondos NGEU?* analiza la evolución de esta financiación y señala que, hasta finales de 2022, España había convocado el 43,7 % de los fondos del Next Generation EU (NGEU) a través de licitaciones y subvenciones. Sin embargo, para cumplir con el plazo de agosto de 2026, necesita intensificar la ejecución. De los 35.828 millones de euros convocados, solo se han concedido 16.349 millones, lo que representa un grado de ejecución del 45,6 %. La mayoría de estos fondos, el 73,4 % (equivalente a 12.001 millones de euros), ha sido dirigida hacia el sector empresarial. Las grandes empresas

han recibido el 59,3 % de estas ayudas, mientras que las pymes han obtenido el 40,7 %. Sectorialmente, los servicios lideran con el 46,9 %, seguidos por la construcción con el 41,6 %. En el sector de servicios, la información y las comunicaciones han obtenido el 15,4 %, y el comercio el 12,1 %. En cuanto a la industria, el sector automotriz ha recibido el 3,6% de las ayudas. El análisis de los fondos NGEU muestra que, hasta diciembre de 2022, España solo ha convocado el 43,7 % del total asignado. Quedan tres años para invertir más de la mitad de los fondos no reembolsables antes del límite de agosto de 2026.

El número se cierra mirando hacia el futuro financiero y, en particular en materia de supervisión bancaria, con el análisis *Prioridades de supervisión del Banco Central Europeo* de DIEGO AIRES, ANTONIO MOTA, FERNANDO ROJAS Y FRANCISCO DEL OLMO. Los autores señalan que, en medio de un cambiante panorama macroeconómico, el sector financiero europeo se enfrenta a importantes desafíos. El BCE, no obstante, ha subrayado la imperiosa necesidad de robustecer la resiliencia de los bancos europeos, especialmente tras episodios recientes de inestabilidad financiera en lugares como Estados Unidos y Suiza. A pesar de este entorno desafiante, la banca europea destaca por su solidez y capacidad adaptativa. Esta fortaleza se atribuye en gran medida a la intensiva actividad regulatoria y supervisora llevada a cabo por las autoridades europeas. Aún con esto, es vital que las entidades bancarias recalibren sus modelos de negocio, equilibrando rentabilidad con riesgo. Además, se deben preparar para enfrentar cambios en las métricas regulatorias, específicamente materia de liquidez y financiación ajena. En respuesta a este contexto, el BCE ha lanzado un nuevo marco de tolerancia al riesgo, permitiendo una supervisión más adaptable y focalizada en los principales riesgos.

El ascenso de los tipos de interés, el exceso de liquidez y el balance del BCE

Ignacio Ezquiaga y José Manuel Amor*

La instrumentación de la política monetaria de la eurozona se ha enriquecido mucho desde la crisis financiera global iniciada en 2007-2008. Aunque el objetivo final de la estabilidad de precios es el mismo y el canal de transmisión a la economía sobre el que establece objetivos intermedios siguen siendo los tipos de interés a un día, el balance del Banco Central Europeo (BCE) ha cobrado una relevancia que va más allá de su función tradicional como soporte instrumental de la política monetaria, adentrándose en el campo de la estabilidad financiera e influyendo no solo en el tipo a un día, sino también en toda la curva de tipos de interés (ver Ezquiaga y Amor, 2023), a través de nuevos instrumentos menos ortodoxos. Esta situación ha conducido al BCE –como a la mayoría de los bancos centrales– a un balance de un tamaño sin precedentes que ha despertado polémicas, como la que se refiere a la estructura de su remuneración; malentendidos respecto a la relevancia de las cantidades en las decisiones monetarias; o incógnitas, como las que despiertan la estrategia de salida y los impactos en las primas del mercado de bonos. Por eso, ahora que el BCE denomina “de normalización” la etapa actual, iniciada en 2022, cabe preguntarse qué implica esto y si se podrá volver a un esquema como el previo a 2007.

La crisis y el balance

En el contexto de urgencia y excepcionalidad de la crisis financiera de 2008, con los canales normales de transmisión bloqueados, la política monetaria hubo de innovar en su instrumentación, sobre todo

por dos razones: en primer lugar, porque al dejar de realizar el mercado interbancario su función –los bancos ya no se fiaban unos de otros–, debía sustituirlo en aras de la estabilidad; en segundo lugar, porque con los mercados monetarios y de deuda en estado de *shock* o disfuncionales se debía intervenir

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

en la formación no solo del tipo a un día, sino también en los tipos de plazos más largos y cuando estos llegaron al cero, en toda la curva.

Mientras desarrollaba su política monetaria, el BCE asumía así una función adicional, que podríamos denominar de intermediario, sustituyendo a los oferentes y demandantes de liquidez que habían desaparecido de un mercado interbancario bloqueado por la crisis bancaria. A los primeros, tomando sus fondos ya que estos no prestaban en el mercado por no fiarse de sus contrapartidas. A los segundos, porque ya nadie les prestaba con normalidad en el mercado. Pronto esta situación derivaba en una gran asimetría territorial en el *target* y en un exceso de liquidez que el BCE ha venido drenando diariamente para evitar que tipos a un día se situaran por debajo de los niveles que en cada momento había marcado como referencia.

LTRO y resto de operaciones a más largo plazo

Las operaciones a más largo plazo del BCE se estructuran como las *MRO*, es decir, son repos (compras temporales con pacto de reposición), con la misma base de colaterales que estas, pero proporcionan liquidez a las entidades durante un plazo superior al semanal de las *MRO*.

El Eurosistema diseñó a partir de 2014 otras operaciones con un vencimiento superior a tres meses, conocidas como operaciones no regulares. La necesidad de reducir la incertidumbre respecto a la liquidez cuando estalló la crisis financiera hizo preciso utilizar esta facilidad. En los años de políticas necesariamente muy acomodaticias, este tipo de operaciones han tenido vencimientos de hasta 48 meses, caso de las *TLTRO*. Dos han sido las facilidades usadas por el BCE en estos años pasados: las orientadas a la crisis financiera y las surgidas con la pandemia.

Por un lado, las más importantes en volúmenes fueron las *Targeted longer-term refinancing*

operations (TLTRO). Se trataba de financiación repo a largo plazo en condiciones de coste planas. Llegaron a realizarse a cuatro años y a un coste del cero cuando el tipo del *MRO* era cero también. Se trataba de facilitar las condiciones crediticias del sector privado y estimular los préstamos bancarios a la economía real (de ahí el calificativo *targeted*). En *TLTRO III*, al igual que en *TLTRO II*, el tipo de interés de aplicación estaba vinculado a los patrones del préstamo de los bancos participantes.

El 30 de abril de 2020 el BCE anunció una nueva serie de siete operaciones adicionales de refinanciación a largo plazo (*PELTRO*, por sus siglas en inglés) para proporcionar liquidez al sistema financiero de la zona del euro y garantizar condiciones fluidas en el mercado monetario durante la pandemia. El 10 de diciembre de 2020, el Consejo de Gobierno decidió ofrecer una serie de cuatro *PELTRO* adicionales en 2021 para servir como respaldo de liquidez para preservar el buen funcionamiento del mercado monetario.

Compras de activos: evolución, composición

El 10 de mayo de 2010, los bancos centrales del Eurosistema comenzaron a comprar valores en el marco del *Securities Markets Program (SMP)*, con el fin de hacer frente a las tensiones y disfunciones en los segmentos del mercado —asimetrías y fragmentaciones por países—, que presumiblemente habían obstaculizado el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estábamos ante el precedente de lo que después serían los Programas de compra de activos (*APP*, por sus siglas en inglés). Después del *whatever it takes* del decisivo discurso de Mario Draghi del 6 de septiembre de 2012 el BCE iniciaba compras directas y rescinde el *SMP*¹.

El Eurosistema comenzó a comprar valores en el marco de los programas de compra de activos de *APP* en octubre de 2014. El programa pronto se configuró como la medida de política monetaria

¹ Para obtener más información, consulte el comunicado de prensa: características técnicas de las operaciones monetarias simples; así como la decisión del BCE de 14 de mayo de 2010 ECB/2010/5 y el comunicado de prensa de 10 de mayo de 2010: El BCE decide medidas para hacer frente a las graves tensiones en los mercados financieros.

no estándar más importante cuantitativa y cualitativamente, convirtiéndose el ritmo anunciado de compras en una de las señales más relevantes de la política monetaria².

Es claro que, si bien las compras fueron en su origen una respuesta en el difícil contexto de la crisis del euro en 2012 (SMP), después ha sido clave seguir acomodando la política monetaria una vez que los tipos de interés estaban ya en la frontera de cero y no era posible seguir reduciéndolos para incidir directamente sobre la curva de tipos de interés a más largo plazo (y conseguir tipos reales negativos a largo).

Es claro que, si bien las compras fueron en su origen una respuesta en el difícil contexto de la crisis del euro en 2012 (SMP), después ha sido clave seguir acomodando la política monetaria.

La existencia de mercados de deuda pública nacionales hacía imprescindible, a diferencia de la

Fed en EE. UU., disponer de un mecanismo de compras sistemático y objetivo que resolviera de manera neutral o natural la existencia de distintos mercados secundarios domésticos.

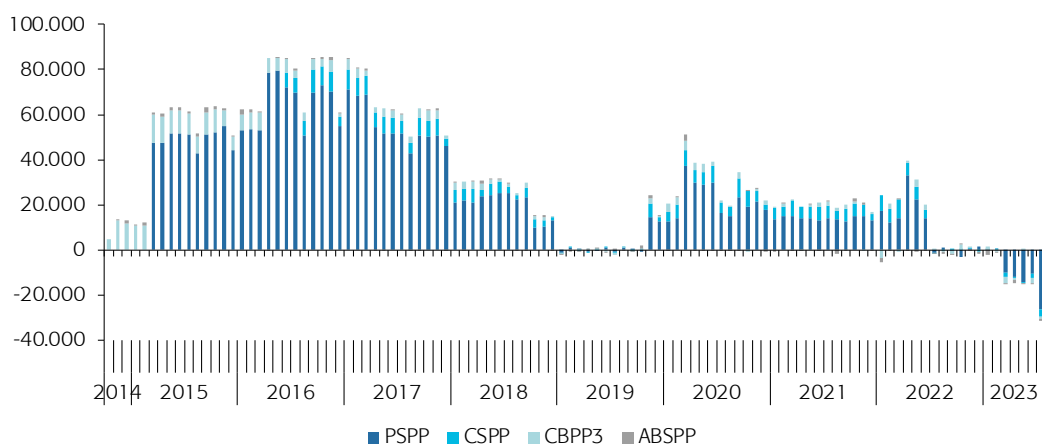
Las compras APP se distribuyeron históricamente en los siguientes programas:

- Programa de compra de valores respaldados por activos (siglas en inglés *ABSPP*): entre el 21 de noviembre de 2014 y el 19 de diciembre de 2018.
- Tercer programa de compra de bonos garantizados (*CBPP3*): entre el 20 de octubre de 2014 y el 19 de diciembre de 2018.
- Programa de Compras del Sector Público (*PSPP*): el Eurosistema realizó compras netas de valores del sector público en el marco del programa de compras del sector público (*PSPP*) entre el 9 de marzo de 2015 y el 19 de diciembre de 2018. De enero a octubre de 2019, el Eurosistema solo reinvertió los pagos de principal de los valores al vencimiento

Gráfico 1

Compras netas mensuales del APP por programas 2015-2023

(Millones de euros)



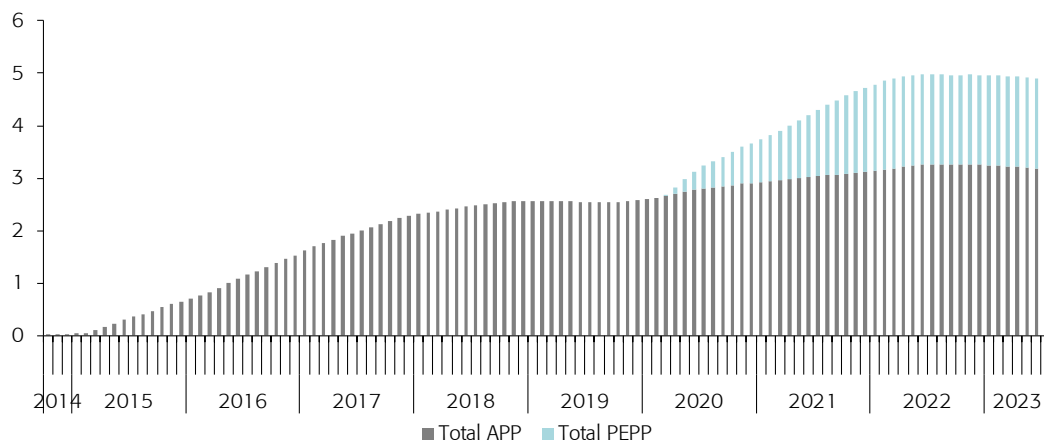
Fuente: Afi a partir de datos del ECB.

² El Consejo de Gobierno del BCE recalibró periódicamente las compras netas.

Gráfico 2

Saldo vivo total de los programas de compras de activos APP y PEPP

(Billones de euros)



Fuente: Afi a partir de datos del ECB.

mantenidos en la cartera del *PSPP*. Las compras de valores en el marco del *PSPP* se reiniciaron el 1 de noviembre de 2019 y continuaron hasta finales de junio de 2022.

- Programa de compra del sector corporativo (*CSPP*): entre el 8 de junio de 2016 y el 19 de diciembre de 2018.

Tanto las compras como la política de reinversión vegetativa de la cartera respondían al criterio de neutralidad del mercado, es decir, se distribuían de acuerdo con el plazo medio de vida residual de cada mercado y con su área geográfica. Para permitir una presencia regular y equilibrada en el mercado, se decidió además distribuir la reinversión del capital amortizado a lo largo del tiempo.

Más allá de los programas *APP*, el 18 de marzo de 2020 el BCE anunció un programa de compras de emergencia ante la pandemia (*PEPP*), con una dotación de 750.000 millones de euros, que incrementó a 1,85 billones de euros en diciembre de 2020. El programa se diseñó como respuesta a la emergencia del coronavirus (COVID-19) para hacer frente a la situación sin precedentes. Las compras netas de activos en el marco del *PEPP* terminaron en abril de 2022. Los pagos de principal de los valores

adquiridos en virtud de este que vencen se están reinvertiendo en su totalidad.

Forward guidance

La orientación a futuro —o *forward guidance*— consiste en brindar información sistemática sobre las intenciones futuras de política monetaria, de acuerdo con su permanente evaluación de las perspectivas de su objetivo de estabilidad de precios.

De alguna forma, al mantener al mercado más informado no solo de sus acciones inmediatas ya decididas, sino de sus intenciones, sobre todo, respecto a los tipos de interés, el BCE contribuía a reducir la incertidumbre.

El BCE comenzó a utilizar la orientación a futuro en julio de 2013 cuando el Consejo de Gobierno del BCE señaló que esperaba que “los tipos de interés se mantuvieran bajos durante un período prolongado de tiempo”. Desde entonces, la formulación de la orientación prospectiva del BCE ha sido constante hasta marzo de 2022.

De alguna forma, al mantener al mercado más informado no solo de sus acciones inmediatas ya decididas, sino de sus intenciones, sobre todo, respecto a los tipos de interés, el BCE contribuía a reducir la incertidumbre ahorrando además frecuencia en sus intervenciones.

La normalización y los tipos restrictivos

Tras un ciclo de acomodación de la política monetaria que se extendió durante 15 años, en el inicio de 2022 el BCE comenzó la normalización de la política monetaria. Parecía dejarse atrás un largo entorno de crisis de crédito y confianza, prolongado por la irrupción de la pandemia. El despertar de la inflación, al calor de la reapertura de las economías tras la pandemia, abrió paso al fin de la acomodación y, después, a la política monetaria restrictiva desde primavera de 2023. La invasión de Ucrania por parte de Rusia, lejos de frenar la demanda, añadía más razones para seguir avanzando en la salida de posiciones muy acomodaticias, dado su efecto sobre los precios de la energía y de otras muchas materias primas y alimentos. Mientras el BCE elevaba sus tipos de intervención hasta el actual 4,25 % para el MRO,

abandonaba el *forward guidance* y gestionaba el legado que dejaba su gran balance.

Tras un ciclo de acomodación de la política monetaria que se extendió durante 15 años, en el inicio de 2022 el BCE comenzó la normalización de la política monetaria. Parecía dejarse atrás un largo entorno de crisis de crédito y confianza.

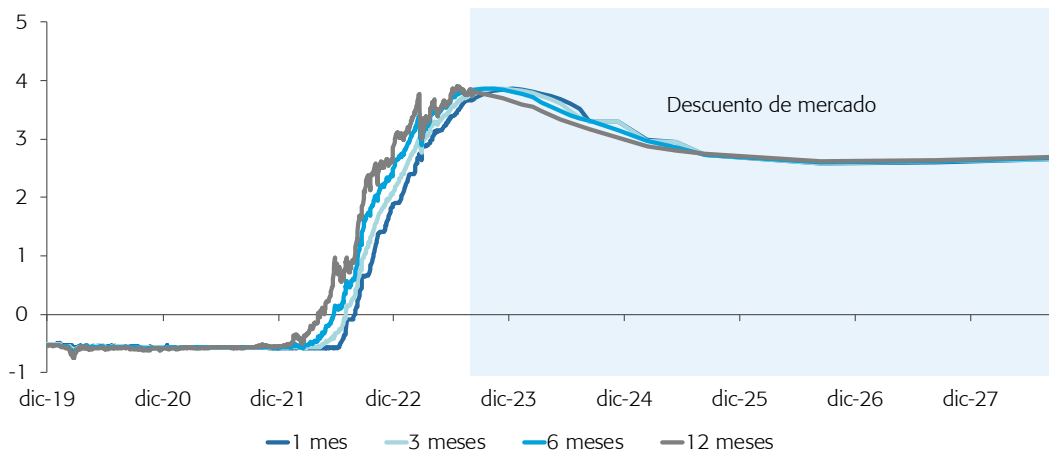
La llegada de los tipos de interés a niveles restrictivos

Comenzaba 2022 con tipos de interés de referencia del euro en niveles cercanos a cero o negativos y con un balance enorme, de 6,2 billones de euros, al servicio, como hemos destacado, de la política de liquidez y de la influencia en toda la curva. Ésta obligaba a inyectar masivamente liquidez a bancos necesitados de reservas y a los que nadie prestaba en el mercado, para en paralelo drenar —esterilizando el impacto monetario de lo inyectado—, las reservas excedentarias de bancos que no deseaban prestar en el mercado.

Gráfico 3

Evolución de los tipos OIS del €STR a 1, 3, 6 y 12 meses

(Porcentaje)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg (datos a 28 de agosto de 2023).

Poco después, los tipos de referencia empezaron a subir. El retorno a cero del *DFR* en julio abrió el proceso, que se mantuvo hasta una zona que puede considerarse neutral, la del 2 %, alcanzado por la facilidad de depósito en el Consejo de Gobierno de diciembre de 2022. En nuestra opinión, el nivel del 3,75 % del tipo de la *MRO* (3 % para la facilidad de depósito) fijado el 16 de marzo de 2023, abría una fase clave de la política monetaria: la entrada en zona restrictiva, en la que BCE profundizaría con nuevas subidas hasta situar la *MRO* en el 4,25 % en julio. Esta fase está agudizando la desaceleración de la demanda y del núcleo de la inflación más resistente a bajar.

Balance

En relación con el balance, la normalización ha sido más lenta, aunque siempre de acuerdo con el diseño que había venido anunciando el BCE. El exceso de liquidez ha tenido un papel en el objetivo de estabilidad que va más allá de la política monetaria, por lo que cabía esperar un gradualismo en la estrategia de salida. El BCE decidió en marzo de 2022 suprimir las compras netas de deuda del programa *APP* y descartó lanzar nuevas *TLTRO*.

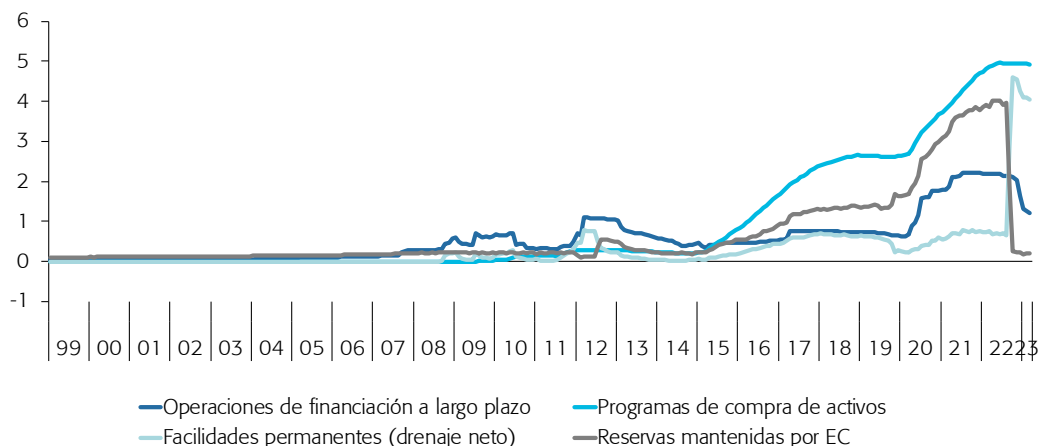
Después, destacan tres decisiones en relación con el esquema de tipos de los distintos instrumentos:

- En septiembre de 2022, el BCE retribuye a cero (el menor entre el *DFR* y cero) el excedente de reservas. Esto condujo a los bancos a depositar en la facilidad de depósito (FD) su excedente de liquidez, por lo que el excedente de reservas pasó de los 3,8 billones de euros del final de 2021 a ser residual, unos 200.000 millones de euros. Simétricamente, el uso de la FD se incrementó hasta los actuales 4,1 billones, aproximadamente. No fue un cambio de contenido monetario en sentido estricto, pero sí ordenó el balance: la FD volvía a ser el instrumento de drenaje diario, a un tipo determinado exógenamente por la política monetaria, y las entidades volvían a minimizar sus excedentes en el proceso de cobertura del coeficiente de caja (1 % del pasivo de clientes).
- Elevación del coste para los bancos de las *TLTRO* vivas a partir de noviembre de 2022, situándolo en el nivel del *DFR* (desde cero), lo que incentivaría y aceleraría su amortización por las entidades, como está ocurriendo.
- El 27 de julio el BCE decidió retribuir a cero también las reservas obligatorias. Antes estaban retribuidas al tipo de las *MRO*, por lo que la medida implica una mejora sustancial para

Gráfico 4

Balance del BCE: selección de componentes

(Billones de euros)



Fuente: Afi a partir de datos del Banco de España.

la cuenta de intereses pagados por el BCE y aumenta el margen de maniobra de la política monetaria ahora que los niveles son ya significativamente más altos.

En relación con la cartera de activos, las decisiones han sido incluso más graduales. La no renovación de una parte de los vencimientos de la cartera del programa *APP* propició que el montante descendiera a un ritmo de 15.000 millones de euros mensuales, hasta el final de junio de 2023. Una vez evaluado este descenso, el BCE ha pasado a eliminar las reinversiones vegetativas a partir de julio de 2023. Relevante es el escaso impacto de estos anuncios en el mercado de deuda.

En lo que se refiere al *PEPP*, el BCE prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del programa que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024. En todo caso, la futura extinción de esta cartera se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

Conclusión

A pesar del despliegue de estas medidas de reducción del balance, el excedente de liquidez y,

por tanto, el drenaje neto seguirá siendo el telón de fondo de la política monetaria en los próximos años. El recurso a la *FD*, protagonista de la instrumentación de la política monetaria, se elevaba a 3,64 billones de euros a julio de 2023. La cartera de bonos se sitúa ya en 4,85 billones a la misma fecha, habiendo disminuido en cerca de 100.000 millones en los primeros siete meses del año. El vencimiento y la devolución anticipada de las *TLTRO III* —incentivada desde finales de 2022— ha reducido su saldo vivo en más de 1,5 billones de euros, quedando por amortizarse saldos por tan sólo 598 mil millones a julio de 2023.

Con todo, el exceso de liquidez se sitúa hoy en 3,6 billones de euros, frente a los 4,8 billones que alcanzaba en septiembre de 2022. Queda, por tanto, mucho drenaje neto diario (*FD*) por hacer por parte del BCE. Y seguramente, por mucho tiempo. Contando con los 0,6 billones de *TLTRO II*, *caeteris paribus*, en tanto la cartera de activos no se reduzca en unos 3 billones más no se reequilibrará la posición del sistema frente al BCE.

En el contexto del balance, el exceso de liquidez del sistema es drenado por el BCE —a un tipo *DFR* cuyo nivel responde a su estrategia de política monetaria y no a un trato de favor a las entidades de

Grafico 5

Exceso de liquidez en el Eurosistema

(Billones de euros)



depósito³. Dada la actual estructura de los tipos de intervención, si la posición neta del mercado exigiera al BCE inyecciones de liquidez en vez de drenajes, el tipo a un día estaría guiado por el tipo de las *MRO* (de inyección de liquidez) y no por el *DFR* (de drenaje). Es interesante como hipótesis pensar que ello implicaría un desplazamiento de 50pb del nivel que el tipo a un día (€STR). Desde el *DFR* hasta la *MRO* hay una distancia de 50bb, fruto de su reducción (desde 100pb) cuando el BCE sustituyó la subasta competitiva de la facilidad de financiación permanente por la ventanilla a tipo fijo y *full allotment* un lejano octubre de 2008.

Referencias

AIRAUDO, F. S. (2023). The role of the fiscal-monetary policy mix. 15 January 2023. *ECB Forum on Central Banking, 26-28 June, 2023*. https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2023/EFCB_2023_Florenzia_Airaud_Paper.pdf

EUROPEAN CENTRAL BANK. (s. a.) *History of all ECB open market operations*. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/om/html/top_history.en.html

EUROPEAN CENTRAL BANK. (2017). *What is excess liquidity and why does it matter?*. Explainer series, 28 December 2017. https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/excess_liquidity.en.html

EZQUIAGA, I. y AMOR, J. M. (2023). Euro yield curve evolution and real long-term rates. *Spanish Economic and Financial Outlook*, March 2023. <https://www.sefofuncas.com//Assessing-the-far-reaching-implications-of-a-rising-Euribor/Euro-yield-curve-evolution-and-real-long-term-rates>

VISSING-JØRGENSEN, A. (2023). Macroeconomic stabilisation in a volatile inflation environment. Balance sheet policy above the ELB. *ECB Forum on Central Banking, 26-28 June, 2023*. https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2023/VissingJorgensen_paper.pdf

³ Uno de los malentendidos más extendidos en relación con la instrumentación de la política monetaria es el que se refiere a la retribución de las reservas obligatorias.

Un año de subidas de tipos de interés. ¿Qué ha cambiado?

Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández***

La política monetaria sigue inmersa en una intensa y difícil lucha para combatir la inflación. La consecuencia más clara ha sido subidas muy continuadas en los tipos de interés. En la eurozona, estas elevaciones del precio del dinero se han sucedido durante más de un año y han elevado significativamente los costes de financiación de hogares, empresas y gobiernos. Se observa ya una apreciable contracción del crédito y aumento del coste de la deuda. Al menos dos generaciones incorporadas al mercado de trabajo no han conocido tipos de interés reales positivos y han pagado intereses muy reducidos por sus préstamos hasta hace algo más de un año. Este aumento del coste ha propiciado que los flujos de financiación a vivienda caigan y en julio de 2023 se situaban en el 2,5 % en tasa interanual. Por otro lado, los bancos han aumentado su beneficio antes de impuestos sobre su activo medio desde el 0,8 % hasta el 1 % en el primer trimestre de 2023 y su diferencial entre tipos de activo y pasivo ha aumentado sólo una décima, hasta el 1 %. Finalmente, el aumento del coste de la deuda pública ha sido también considerable. Desde 2021 el coste de emisión de bonos a 3 años ha subido un 3,75 % mientras que el de deuda a 10 años lo ha hecho un 3,16 %.

Introducción

Si bien la Reserva Federal comenzó antes su camino para dejar atrás la política monetaria expansiva, en la eurozona, fue en julio de 2022 cuando comenzaron las subidas de tipos y se inició un proceso de cambio que algunos denominan de endurecimiento monetario y otros, simplemente,

de normalización financiera. En aquel momento, el Banco Central Europeo (BCE) comenzó a abandonar su política de dinero ultrabarato para abordar la alta inflación, y un año después, en julio de 2023, ha seguido aumentando los tipos de interés, para situarlos en el 4,25 %. A pesar de esa subida, el BCE anticipaba un posible final de este ciclo de aumentos. Christine Lagarde, su presidenta, señaló

* Universidad de Valencia y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

que la reunión de septiembre podría ser decisiva para determinar si continúan con las subidas o hacen una pausa. Sin embargo, el Consejo de Gobierno del banco central decidió aumentar los tipos de interés en 25 puntos básicos en su reunión del 14 de septiembre. En su declaración, Lagarde dijo: “Continuaremos siguiendo un enfoque basado en los datos para determinar el nivel y la duración adecuados de la restricción. En particular, nuestras decisiones sobre los tipos de interés se basarán en nuestra evaluación de las perspectivas de inflación a la luz de los datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la fortaleza de la transmisión de la política monetaria.”

Precisamente, en una de las grandes citas internacionales del calendario económico, el Simposio de Jackson Hole organizado por la Reserva Federal de Kansas City del 24 al 26 de agosto de 2023, ambos mandatarios dieron algunas claves de las dificultades de la política monetaria actual y del camino a seguir en los próximos meses. Jerome Powell enfatizó que, aunque la política monetaria se ha endurecido notablemente en el último año y la inflación ha descendido desde su pico, aún es alta. Señaló que la Fed está dispuesta a incrementar los tipos si es necesario y mantener una postura restrictiva hasta tener certeza de una disminución sostenible de la inflación hacia su meta. En sus palabras, la Fed está comprometida a mantener una postura monetaria que logre y sostenga su objetivo con el tiempo. Sin embargo, Powell reconoció las dificultades para determinar cuándo se alcanza esta postura y mencionó los tipos de interés reales actuales como un signo de restricción. Adicionalmente, señaló que no pueden identificar con exactitud el tipo de interés neutral (el que, en teoría, es compatible con el pleno empleo) lo que añade incertidumbre al nivel de restricción de la política monetaria. Esta situación se complica aún más debido al tiempo desconocido que puede tardar la política monetaria en impactar la economía y la inflación.

En cuanto a Christine Lagarde, destacó que los grandes cambios en el ambiente actual podrían alterar los tipos de *shocks* económicos y su transmisión. En este contexto de cambios, propuso tres elementos clave para una política efectiva: claridad,

flexibilidad y humildad. Primero, enfatizó la necesidad de claridad en los objetivos, asegurando que la estabilidad de precios es esencial para un ambiente favorable a la inversión. Sin embargo, para lograr estos objetivos, la flexibilidad es crucial. Lagarde señaló que no se puede confiar exclusivamente en modelos basados en datos antiguos ni centrarse demasiado en datos actuales. En lugar de eso, propuso construir marcos de políticas que capturen la complejidad actual.

Finalmente, subrayó la importancia de la humildad, reconociendo los límites del conocimiento actual y lo que la política puede lograr. Es esencial comunicar el futuro de manera que refleje la incertidumbre actual para mantener la credibilidad pública

Entre tanto, la realidad española deja noticias mixtas para lidiar con este contexto monetaria. Por un lado, la inflación, aunque aumentó en agosto hasta el 2,6 % (con la subyacente en el 6,1 %) sigue estando muy por debajo de la eurozona (por encima del 5 %), por lo que las medidas de subida de tipos de interés resultan aún más restrictivas en el contexto español. En este artículo, se trata de dar respuesta, en ese entorno, a algunas preguntas que pueden surgir tras más de un año de subidas de tipos de interés.

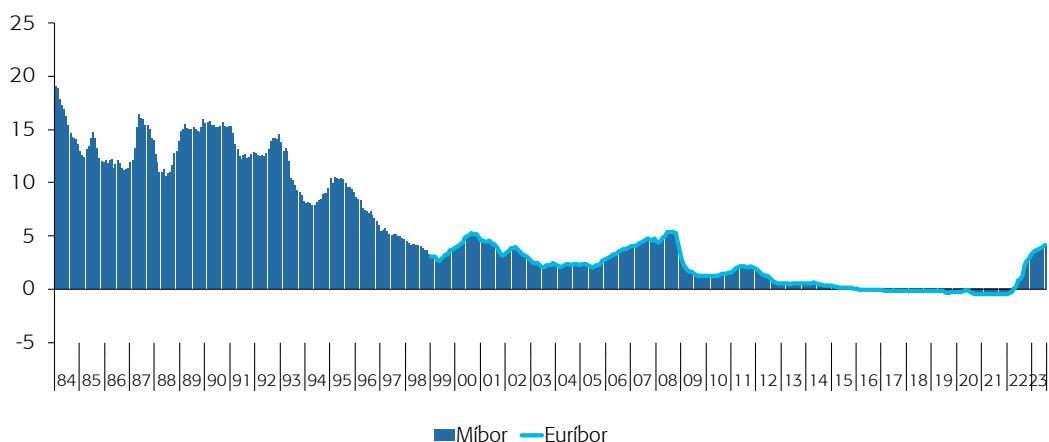
¿Son estos tipos tan históricamente altos?

Uno de los comentarios más recurrentes en la prensa es que “los tipos de interés suben a cotas históricas”. Sin dejar de ser cierto, requiere ciertos matices. El tipo de referencia que suele usarse, el euríbor, se implementó en 1999 como una parte del proceso de unión monetaria. No obstante, una referencia histórica comparable para España, que sigue una evolución paralela al euríbor desde 1999, es el míbor, del que se cuenta con series desde 1979. Como muestra el gráfico 1, los tipos de interés que servían de referencia para las hipotecas superaron incluso el 15 % durante las décadas de 1980 y parte de 1990 del pasado siglo. Si es cierto que, en una perspectiva temporal de la eurozona en el entorno de la moneda única, los tipos de interés

Gráfico 1

Tipos de interés mibor y euribor. Diciembre de 1979 a julio de 2023

(Porcentajes)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

actuales están en cotas elevadas, que casi llegan a los máximos con los que se contaba justo antes del estallido de la crisis financiera, por encima del 5 %.

Al menos dos generaciones incorporadas al mercado de trabajo no han conocido tipos de interés reales positivos y han pagado intereses muy reducidos por sus préstamos.

No puede olvidarse que los factores de comportamiento son importantes en este contexto. Al menos dos generaciones incorporadas al mercado de trabajo no han conocido tipos de interés reales positivos y han pagado intereses muy reducidos por sus préstamos. La anomalía, en este sentido, no sería por tanto el nivel alcanzado por el precio del dinero sino el corto espacio de tiempo en que se ha producido.

¿Qué sucede con el crédito y las hipotecas?

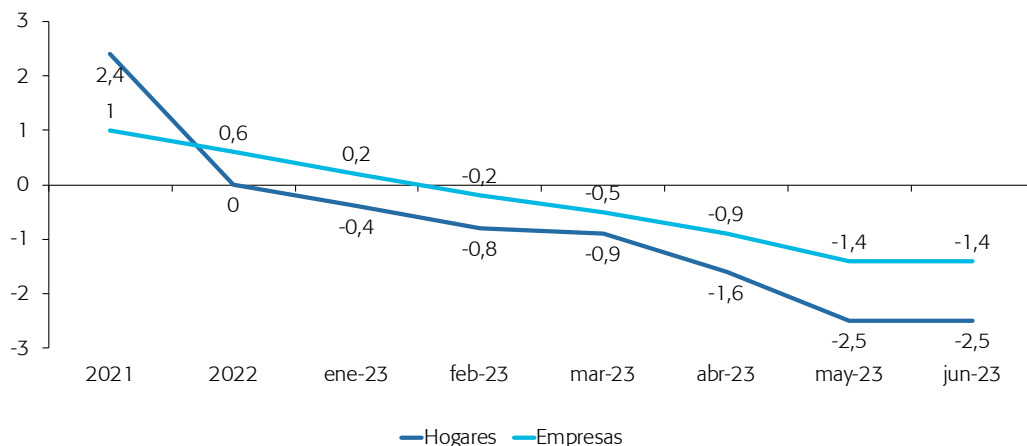
Las subidas de tipos de interés tienen un obvio impacto de encarecimiento de hipotecas. En todo

caso, una perspectiva de largo plazo permite observar que el crédito ya se encontraba en tasas de crecimiento bastante modestas desde hace años. En este sentido, alguien podría preguntarse cómo es posible que la financiación a hogares y a empresas (empezando por su demanda) no creciera más durante todos estos años de tipos reducidos. Gran parte de la respuesta se encuentra en la transición que vivió desde la crisis financiera hasta prácticamente 2019, cuando los flujos anuales de nuevo crédito apenas aumentaban o, incluso, disminuían porque el sector privado, con bastante consistencia, estaba reduciendo los altos niveles de deuda asumidos antes de la crisis financiera. Posteriormente, irrumpió la pandemia y los hogares tuvieron un comportamiento prudente, si bien las empresas se beneficiaron de las políticas orientadas a financiación para paliar los efectos del confinamiento. Como muestra el gráfico 2, en los últimos años y, especialmente, desde que se han producido las subidas de tipos oficiales, el crédito ha ido descendiendo hasta situarse de nuevo en tasas negativas que, en junio de 2023 eran de -1,4 % para empresas y el -2,5 % para familias. Debe destacarse, además, la evolución mensual (no mostrada en el gráfico) de la financiación a vivienda de los hogares desde enero a junio de 2023 con tasas del -0,6 %, -1,0 %, -1,5 %, -1,9 %, -2,3 % y -2,5 %, respectivamente.

Gráfico 2

Financiación a hogares y empresas

(Variación interanual del flujo, en porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

¿Cómo ha afectado a los bancos?

Otro tema de discusión habitual desde que subieron los tipos de interés es hasta qué punto se benefician los bancos de ello. Tal vez la perspectiva correcta para analizar esta cuestión es de recorrido temporal más amplio. La reducción de las tipos de interés por debajo de cero que imperó en el mercado desde la crisis financiera puede justificarse desde un punto de vista teórico. Sin embargo, en la práctica, se ha demostrado que crea una serie de distorsiones y disfunciones en varias dimensiones de la banca, que a su vez pueden afectar a toda la economía. Además, se ha demostrado que si se mantienen “bajos por mucho tiempo” los tipos de interés generan desafíos clave para los bancos, ya que la baja rentabilidad se convierte en un problema estructural. La pandemia de COVID-19 y las respuestas de los bancos centrales aumentaron aún más las expectativas del mercado de tipos de interés negativos por un período aún más largo del previsto antes de la pandemia. Posteriormente, como se ha mostrado, los tipos han subido en apenas un año hasta niveles de hace más de dos décadas. Esto ha propiciado que las entidades financieras puedan desarrollar su labor de intermediación en un entorno de márgenes más razonable. En todo caso, hay que tener en cuenta que los volúmenes

de crédito apenas están aumentando y que el beneficio antes de impuestos en términos relativos de balance medio escasamente aumentó dos décimas. Lo hizo hasta el 1,1 % en el primer trimestre de 2023 (último dato disponible) si bien había estado en el entorno del 0,9 % desde 2020 (gráfico 3).

El diferencial de tipos de entre operaciones activas y pasivas se mantuvo prácticamente constante en el 0,9 % hasta de 2020 a 2022.

Cabe también observar en el gráfico 3 que el diferencial de tipos entre operaciones activas y pasivas se mantuvo prácticamente constante: en el 0,9 % desde 2020 a 2022 aumentando tan sólo una décima, hasta el 1 %, en el primer trimestre de 2023.

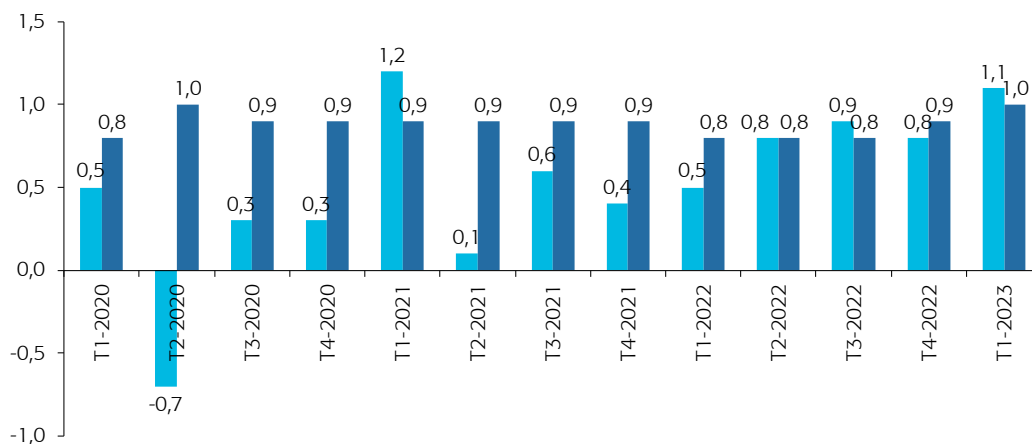
¿Cómo conviven los mercados de valores con estos tipos de interés?

El aumento en los tipos de interés puede influir significativamente en los mercados. En los de acciones. Un tipo más alto podría afectar el crecimiento futuro de las ganancias de las empresas, resultando en un

Gráfico 3

Resultados de los bancos españoles y diferencial de operaciones activas y pasivas

(Porcentajes)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

crecimiento económico más lento. En 2022, en un clima de corrección por el crecimiento de la inflación, los mercados tuvieron un comportamiento, en general, negativo, con pérdidas en múltiples carteras. Las acciones con múltiplos precio-ganancias (P/E) altos sufrieron las mayores caídas en 2022, principalmente las empresas tecnológicas y de crecimiento secular.

Otro desafío de la elevación de tipos de interés es que otros instrumentos financieros, como bonos o certificados de depósito, ofrecen rendimientos más atractivos. Los inversores podrían preferir no invertir en acciones si consideran que el valor de las ganancias futuras es menos atractivo en comparación con bonos con rendimientos competitivos actuales. Este comportamiento se observa, a diferentes velocidades, en distintas jurisdicciones.

Un factor adicional es el coste de la deuda. Las empresas que deben renovarla ahora deben pagar más, lo que puede reducir las ganancias corporativas. No obstante, muchas empresas emitieron bonos en 2020 y 2021 aprovechando los tipos bajos, por lo que aún no afrontan costes de endeudamiento más altos a corto plazo.

Finalmente, con el incremento de tipos ya realizado en 2023, el panorama del mercado de

acciones es incierto. En lo que se lleva de año, el comportamiento de las bolsas fue bastante positivo en el primer trimestre y más titubeante en adelante, con un verano en el que la tendencia es bastante indefinida. Todo dependerá del signo de la política monetaria y de hasta qué punto las economías resistan las restricciones impuestas por los bancos centrales. Si el control de la inflación se demora, las expectativas podrían volver a tomar a la baja.

Impacto en la deuda pública

En el mercado de deuda, con la pública como principal referencia, el coste de endeudamiento ha aumentado de forma significativa. En todo caso, de manera aún más marcada que las empresas, los Tesoros públicos, entre ellos el español, aprovecharon

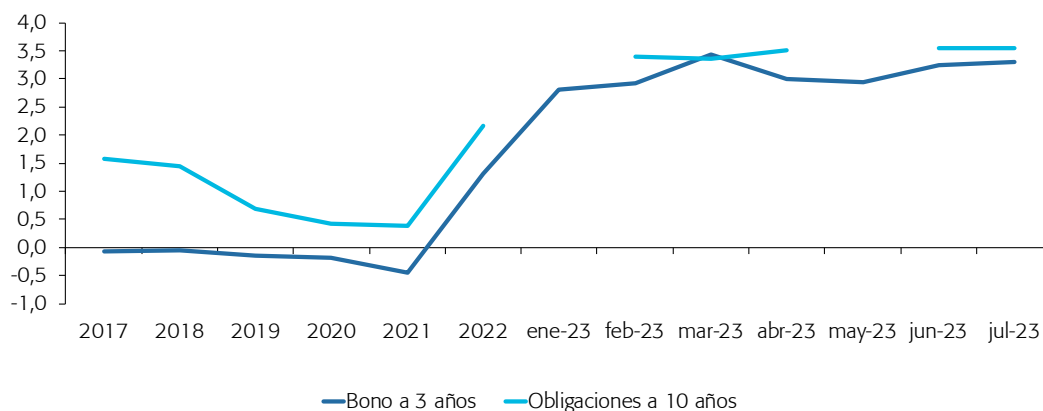
El tipo medio ponderado de la deuda ha subido de forma muy notable en los últimos meses hasta el 3,3 % en julio de 2023.

los años de tipos de interés reducidos para renegociar deuda y ampliar plazos a tipos reducidos o, incluso, negativos. El medio plazo, en todo caso, llama a la

Gráfico 4

Tipo medio ponderado de emisión de bonos del Tesoro a 3 años y obligaciones del Estado a 10 años

(Porcentajes)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

prudencia. Como muestra el gráfico 4, el tipo medio ponderado de la deuda ha subido de forma muy notable en los últimos meses. En los bonos del Tesoro a 3 años era del -0,4 % en 2021 y ha subido progresivamente hasta el 3,3 % en julio de 2023. En la misma referencia temporal, el tipo de las obligaciones a 10 años ha pasado del 0,4 % al 3,4 %.

Conclusión: ¿habrá más subidas?

En las comparecencias públicas de las autoridades de política monetaria hay dos argumentos

recurrentes. El primero es que, aunque se haya mejorado, aún se está lejos de mantener una inflación en torno al objetivo del 2 %. El segundo es que, cualquier decisión es difícil de anticipar. Esto significa que el enfoque es más contingente que nunca. Entre las razones está el propio reconocimiento de que no se sabe exactamente en la actualidad cuánto tiempo tardan en hacerse efectivas las decisiones de política monetaria como las que se están tomando. Traspira un cierto aire de que se está alcanzando el final de las subidas pero, hasta que la inflación no esté bajo control, no pueden descartarse nuevas elevaciones del precio del dinero.

Primeros test de estrés con tipos elevados

Ángel Berges y Jesús Morales*

Cumpliendo con la cadencia bienal de someter a los bancos significativos a pruebas de resistencia, el supervisor europeo (BCE/SSM) ha culminado el ejercicio que abarca el periodo 2023-2025, tomando como punto de partida el cierre de 2022. De forma similar, su homólogo estadounidense (Fed), culminaba el mismo ejercicio para sus bancos significativos, con un mes de antelación, y de publicación, respecto al BCE. Frente a un entorno de tipos cero que condicionaba todas las pruebas de estrés anteriores, las de 2023 son las primeras pruebas de resistencia en un contexto de tipos elevados en el que afloran nuevos riesgos (de mercado, de interés, de liquidez) que no encontraban su sitio en las metodologías previas. Es por ello por lo que en esta ocasión los supervisores europeo y estadounidense han incorporado, a modo de ejercicio exploratorio, y sin repercusión inmediata en las exigencias de capital, la simulación de deterioros en las carteras de renta fija relacionados con el repunte en los tipos de interés. El artículo analiza los principales resultados a uno y otro lado del Atlántico, relativizados con la mayor o menor dureza de los escenarios planteados, y sobre todo incorporando la información aportada por ese ejercicio exploratorio.

El test de estrés de la EBA en 2023: metodología, escenarios y resultados

Durante el pasado mes de enero, en el contexto de un entorno complejo, marcado por la invasión rusa de Ucrania y la firme determinación de los bancos centrales en su lucha contra la inflación, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) procedía al lanzamiento de la última edición de su test de estrés.

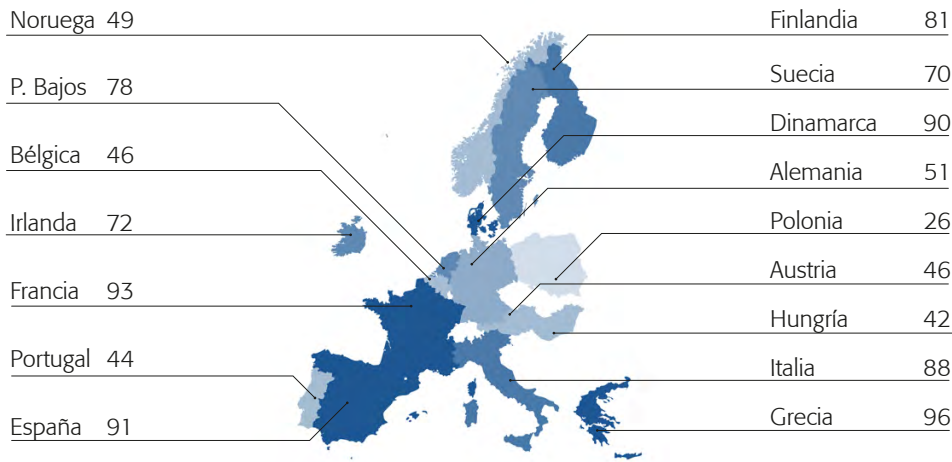
En esta edición se amplía el número de grandes bancos cuyos resultados iban a ser publicados de forma individual por la EBA. Concretamente, 70 entidades que representan una cobertura media de aproximadamente el 75 % del total de activos en sus sistemas bancarios, lo que incrementa la muestra respecto a la edición de 2021 en la que participaron 50 entidades con una cobertura sobre activos en el orden del 70 %. El resto de los bancos significativos en el mecanismo único de supervisión

* Afi, Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Mapa 1

Cobertura del ST-2023

(Porcentaje)



Fuentes: Afi en base a datos EBA y BCE.

(SSM, por sus siglas en inglés) también realizan el ejercicio y en cada uno de ellos el resultado, aunque no se publica de forma individual, sirve de *input* en la determinación del capital exigido por el BCE en el procedimiento de revisión y evaluación supervisora (SREP, por sus siglas en inglés).

Metodología: aspectos básicos y principales novedades

La metodología de las pruebas de resistencia ha ido cambiando a lo largo del tiempo en las diferentes jurisdicciones donde las pruebas se llevan a cabo. En el caso europeo dicha metodología alcanza un mayor grado de homogeneidad después del nacimiento del Mecanismo Único de Supervisión en 2014, cuando la desconfianza tras las crisis bancarias en varios países -entre ellos, España- demandaba instrumentos eficaces para dotar de mayor transparencia a la valoración de los activos bancarios y para reforzar la credibilidad del sistema financiero. Desde ese momento, la EBA ha sido responsable del desarrollo metodológico de cinco pruebas de estrés que ha venido publicando con cadencia bienal —solo interrumpida por la crisis sanitaria del coronavirus— y cuyo seguimiento y resultados hacen suyos el Banco

Central Europeo (BCE) y el resto de los supervisores nacionales como mecanismo para establecer los requerimientos de capital mínimo.

A lo largo de estos cerca de diez años, la prueba de resistencia ha evolucionado hacia un enfoque *bottom up*, en el que, bajo unas limitaciones y pautas metodológicas suministradas por la EBA, las entidades participan activamente en la generación de proyecciones a tres años y suministran información cada vez más granular, lo que otorga una mayor riqueza analítica, pero también mayor complejidad al ejercicio.

Cinco son los ámbitos a los que el regulador europeo (EBA) ha dedicado mayor atención en sus pautas metodológicas: i) riesgo de crédito; ii) riesgo de mercado, riesgo de contraparte y CVA (*credit valuation adjustment*); iii) margen de intereses; iv) riesgo de conducta y otros riesgos operacionales; y v) ingresos no financieros, gastos y capital.

Junto a esos ámbitos, en los que las entidades gozan de discrecionalidad para la calibración de sus modelos dentro de las pautas establecidas por la EBA, por primera vez bajo la metodología de 2023 se incorporan parámetros *top down*, definidos por

los supervisores para la proyección de ingresos netos por comisiones. Esta modificación supone un cambio de paradigma en la metodología porque desplaza de las entidades a los supervisores la obligación de realizar estimaciones prospectivas de la marcha del negocio: bajo este modelo, las entidades se limitan a proveer los datos de punto de partida que demanda el supervisor y a aplicar los parámetros de crecimiento *top down* durante la realización del ejercicio.

Adicionalmente a ese cambio en el modelo de estimación de las comisiones, hay algunas alteraciones metodológicas relevantes en el ámbito de la generación de márgenes de intereses:

- Se modifica la metodología de proyección de costes financieros para evitar impactos poco coherentes con las dinámicas de competencia bancaria¹: los costes del pasivo a la vista se modelizan con un coeficiente “beta” de 0,5 veces respecto de la subida de la curva de interbancario a corto plazo (euríbor a un mes) en el caso de los depósitos a la vista procedentes de hogares y de 0,75 veces en los depósitos a la vista procedentes de empresas.
- Se incorporan prescripciones para la reevaluación del diferencial de la nueva producción en el punto de partida²: por diferencias entre el tipo efectivo y la curva media del año en carteras a tasa fija y por diferencias entre el tipo efectivo y la curva a cierre de 2022 en carteras a tasa variable y depósitos a la vista.

- Se dedica un tratamiento especial a la estimación de la capacidad de compensación de la financiación procedente del BCE en operaciones *TLTRO* con excedentes de liquidez en bancos centrales del Eurosistema³.

Escenarios macroeconómicos y financieros

En el escenario adverso, la contracción de la actividad económica se traduce en una caída del PIB del 6 % en el periodo 2022-2025 en la Unión Europea y del 5,4 % en España. Cabe destacar la mayor severidad del escenario adverso respecto al escenario central en la economía española, con un diferencial o “delta” entre las previsiones de los dos escenarios de 12,1 puntos porcentuales en España por los 10,5 puntos de la Unión Europea (UE), donde el PIB de 2022 es base 100. La inflación también se vería penalizada en el escenario de tensión: el IPC alcanzaría cotas próximas al 10 % en 2023 tanto en España como en la UE para moderarse posteriormente.

Los indicadores de empleo se verían deteriorados de manera significativa en todo el horizonte de proyecciones: la tasa de paro repuntaría hasta niveles próximos al 18,5 % en España (+6,5 p.p. respecto al escenario central) y en Europa hasta el 12,2 % (+5,9 p.p. respecto al central).

En dicho escenario adverso, las curvas de tipos de interés interbancario y tipos *swap* registrarían intensos repuntes en todos los tramos durante el primer año, como consecuencia de una intervención monetaria más agresiva para mitigar los efectos

¹ La definición del escenario adverso con fuertes subidas de tipos, especialmente en los tramos cortos, explica la severidad de esta medida. Además, bajo las asunciones de balance constante, las entidades no pueden recoger, por ejemplo, caídas de saldos de pasivo o un eventual trasvase entre carteras de depósitos a plazo por el tensionamiento de los costes.

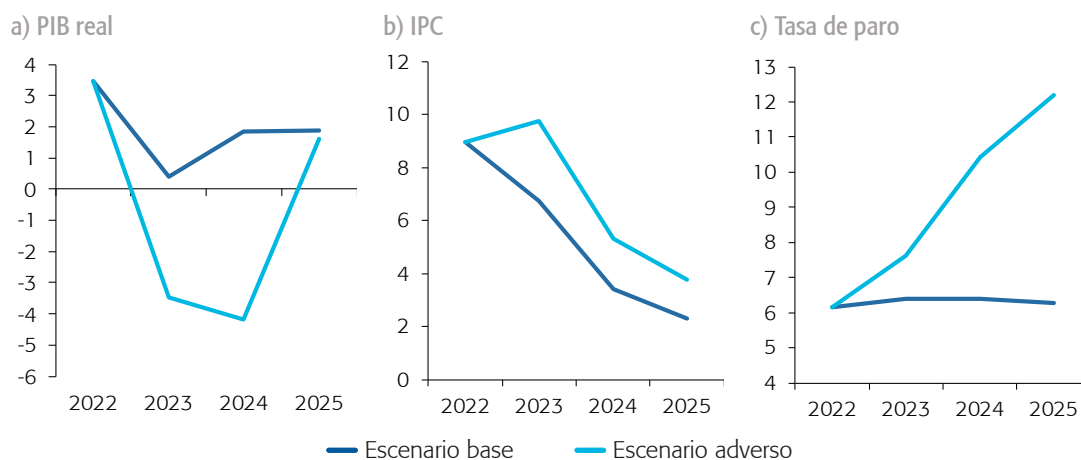
² El diferencial de la nueva producción se proyecta a partir de la suma del diferencial inicial y el tensionamiento de la prima de riesgo soberana sobre el *IRS*. En la medida en que el diferencial inicial está condicionado por unos tipos muy volátiles en el año de referencia (2022) es relevante la prescripción que exige tipos medios (más bajos y que dan lugar a diferenciales superiores) o tipos a cierre de año (más elevados y que dan lugar a diferenciales inferiores).

³ Aunque la banca europea ha hecho frente a la amortización de la mayor parte de las *TLTRO*, al momento de realizar el test de estrés existían ventanas de vencimientos pendientes en junio de 2023 y 2024. El supervisor establece una penalización en costes financieros para la reposición de los fondos que no estuvieran completamente colocados en la tesorería interbancaria de los bancos centrales del Eurosistema.

Gráfico 1

Evolución de principales indicadores macroeconómicos en la UE, escenarios ST-2023

(Porcentaje)



Fuente: Afi en base a datos EBA.

derivados de una inflación persistente. Este repunte sería especialmente acusado en los tramos cortos (+245 p.b. en el EUR1M en 2023 respecto al tipo de cierre de 2022), y algo menor en los tramos largos de la curva de tipos (+176 p.b. en el IRS10 respecto al tipo de cierre de 2022), lo que deriva en una mayor presión sobre los costes de los pasivos bancarios, mayoritariamente referenciados a tipos a corto plazo por su menor duración financiera.

A pesar de la severidad de los escenarios contemplados en el escenario más adverso, la banca europea es capaz de preservar elevados niveles de solvencia. El coeficiente de capital de primer nivel (CET1) es superior al 10 % en el escenario más adverso.

En todo caso, ese incremento de tipos largos es notablemente asimétrico, castigando de forma más severa a los países de la periferia europea, de tal manera que la TIR del bono soberano español a 10 años se elevaría hasta el 7,02 % en 2023, el italiano hasta el 7,96 %, mientras el alemán y el francés se moverían en niveles próximos al 4,23 % y al 4,69 %, respectivamente.

Resultados de la prueba de estrés convencional

Los resultados publicados responden a los escenarios y metodologías descritos anteriormente, bajo los ajustes adicionales realizados por los supervisores para implantar un enfoque más prudente a las proyecciones ofrecidas por los bancos.

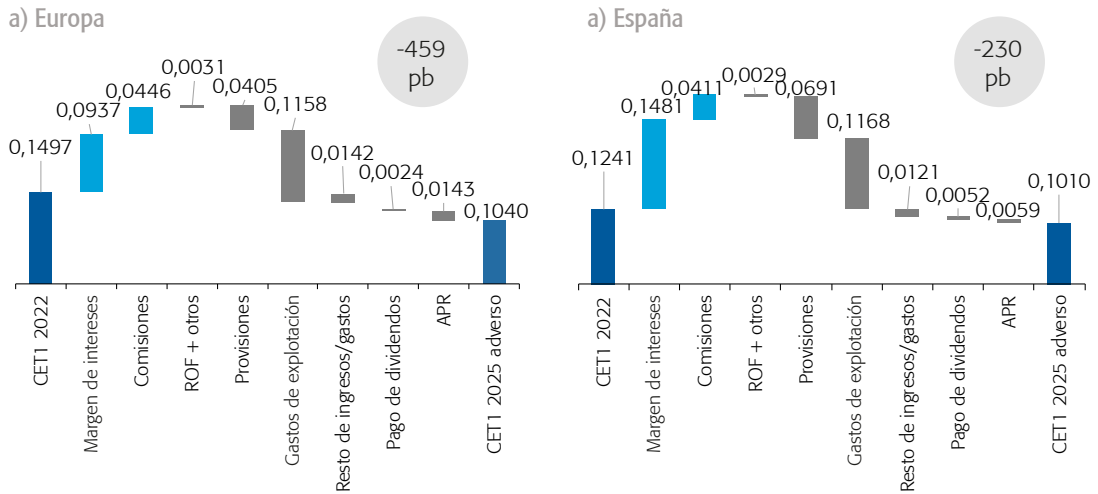
A pesar de la severidad de los escenarios contemplados en el escenario más adverso, la banca europea es capaz de preservar elevados niveles de solvencia. El coeficiente de capital de primer nivel (CET1) es superior al 10 % en el escenario más adverso, con una caída acumulada de 459 puntos básicos respecto a los niveles de 2022 y mejorando ligeramente los resultados del test de estrés de 2021 (caída acumulada de 485 p.b.), lo que permite a los supervisores confirmar la capacidad del sistema financiero para seguir apoyando a la economía, incluso en tiempos de graves tensiones.

Por sistemas bancarios los resultados de la prueba resultan heterogéneos:

- La banca española se encuentra entre los sistemas con mayor capacidad de resistencia al ejercicio con una caída acumulada del coeficiente CET1 de 230 p.b. Esa menor caída acumulada

Gráfico 2

Deterioro de capital en banca europea y española, escenario adverso, ST-2023



Fuente: Afi en base a datos EBA.

permite a los bancos españoles proyectar umbrales de capitalización similares a los del conjunto de la banca europea en 2025 (ligera-mente por encima del 10 %), pese a partir de niveles sustancialmente más reducidos.

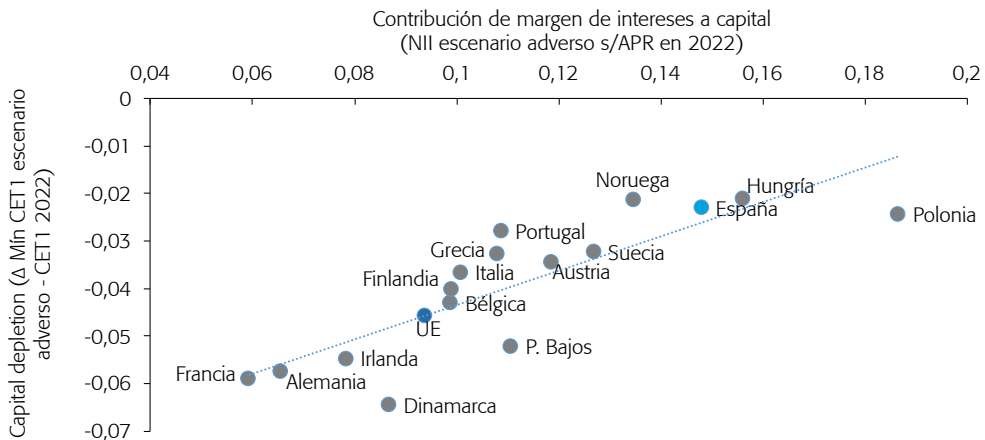
■ En posición relativa menos favorable se encontrarían los sistemas bancarios de Alemania y

Francia, con caídas significativas de sus niveles de capital. En estos sistemas bancarios se pro-duce una menor capacidad de generación de ingresos que lastra la solvencia a niveles infe-riores a los del conjunto de la banca europea.

Como se observa en el gráfico 2 la generación de márgenes financieros se convierte en el componente

Gráfico 3

Aportación del margen de intereses a capital y *capital depletion*, escenario adverso, ST-2023



Fuente: Afi en base a datos EBA.

fundamental para explicar la mayor resistencia a la prueba de estrés de la banca española respecto del conjunto del sistema bancario europeo.

La banca española se encuentra entre los sistemas con mayor capacidad de resistencia que les permite proyectar umbrales de capitalización similares a los del conjunto de la banca europea en 2025

Esa importancia relativa de la generación de márgenes para explicar el menor consumo de capital, no solo se pone de manifiesto a nivel de sistemas bancarios agregados, sino a nivel de entidades individuales, como se ilustra de forma significativa en el gráfico 3. Las entidades con una mayor contribución de margen de intereses a capital en el punto de partida (2022) son las que cuentan con más capacidad de absorción de deterioros en *CET1* por otros impactos (riesgo de crédito, mercado, etc.) ante una metodología que impide el crecimiento de márgenes en el escenario adverso.

En este sentido, las entidades españolas con más peso de activos a tipo variable y diversificación internacional presentan mayor contribución al crecimiento orgánico del capital en 2022 y, en general, lo mantienen en el horizonte de proyecciones.

El ejercicio exploratorio de evaluación de minusvalías en carteras de renta fija del BCE

Poco después del lanzamiento del test de estrés en Europa, y tras conocerse los episodios de crisis bancarias de varias instituciones regionales en Estados Unidos y de Credit Suisse, el BCE solicitaba a las entidades información adicional sobre sus carteras de renta fija, con especial interés en aquellas contabilizadas a coste amortizado, cuya fluctuación no se recoge ni en cuenta de resultados ni en

patrimonio. El tratamiento de esta información persigue fortalecer el seguimiento de los riesgos de liquidez y tipo de interés en el contexto actual de subidas de tipos, pero no forma parte del test de estrés ni de la determinación del capital mínimo exigible por lo que, por el momento, no puede ser considerada una pieza más en la metodología del ejercicio⁴.

La estimación realizada por el BCE, con información a febrero de 2023, parte de la diferencia entre el valor contable de las posiciones de renta fija en carteras a coste amortizado y su valor razonable. En la medida en que las rentabilidades de los títulos de deuda han registrado incrementos muy intensos en el último año y medio, el valor de mercado de estas inversiones se vería deteriorado en un escenario de venta de activos.

De acuerdo con la información recopilada por los supervisores, las pérdidas acumuladas para las 98 entidades significativas en el SSM se sitúan en niveles cercanos a 73.000 millones de euros, lo que representa un 5,5 % de la valoración contable de estos instrumentos (1,3 billones de euros).

En la medida en que las rentabilidades de los títulos de deuda han registrado incrementos muy intensos en el último año y medio, el valor de mercado de estas inversiones se vería deteriorado en un escenario de venta de activos.

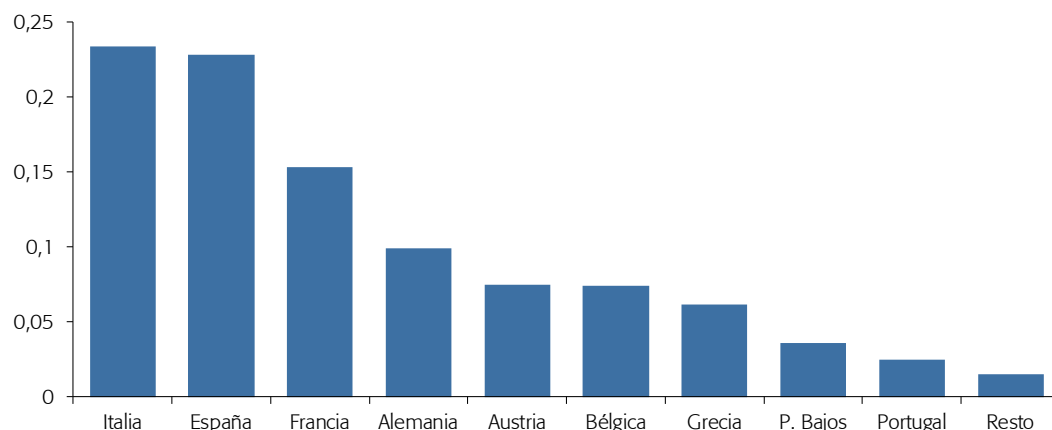
Hay que apuntar, no obstante, a un par de consideraciones sobre esta estimación:

- El BCE está considerando los instrumentos de cobertura de los que disponen las entidades, fundamentalmente derivados de tipos de interés, que permiten mitigar las minusvalías latentes en unos 40.000 millones de euros.

⁴ La metodología actual del test de estrés de la EBA reconoce impactos por riesgo de mercado en la medición de las carteras a valor razonable con cambios en patrimonio neto y en carteras a valor razonable con cambios en cuenta de resultados.

Gráfico 4

Distribución de minusvalías en carteras de renta fija a coste amortizado por sistemas bancarios (febrero 2023)



Fuente: Afi en base a datos BCE.

- Esas potenciales pérdidas, en todo caso, solo aparecerían en algún episodio extremo que dé lugar a la venta de estas carteras (*gone concern*) y que, por tanto, altere el modelo de negocio, admitido por la legislación contable, por el que la inversión espera mantenerse en el balance hasta su vencimiento sin impactos relacionados con dichas minusvalías ni en la cuenta de resultados ni en la solvencia del banco.

Del total de las minusvalías latentes a febrero de 2023 la mayor parte (46 % del total) se concentran en bancos residentes en Italia y España que son, además, los que concentran un mayor volumen de estos activos en balance (646.000 millones de euros y 49 % del total).

Adicionalmente, el BCE establece que bajo un escenario de fuertes subida de tipos como el descrito en el ejercicio de estrés, el montante de esas pérdidas se incrementaría en otros 155.000 millones de euros netos de coberturas. El supervisor europeo subraya que esta aproximación prospectiva, que no se publica banco a banco, no puede integrarse en modo alguno en el descriptivo de la prueba de resistencia ni entenderse como un impacto adicional al que resulta de esta.

Contraste con el ejercicio de la FED para la banca estadounidense

Un mes antes de la publicación de la EBA, la Reserva Federal (en lo sucesivo, Fed) daba a conocer los impactos de la prueba de resistencia sobre la gran banca de Estados Unidos. A diferencia del test de estrés de la EBA, la Fed se basa en una metodología íntegramente *top down*, con un horizonte de proyecciones a nueve trimestres y publicación anual de resultados.

La Fed apunta a un escenario de mayor severidad en la generación de márgenes bancarios y endurecimiento de provisiones, caracterizado por una fuerte ralentización del PIB (-5,9 %) e incremento del paro (+5,6 p.p.) en el primer año de proyección y, en contra de lo que observamos en el ejercicio europeo, una caída de todos los tramos de la curva de tipos.

En el escenario adverso el coeficiente *CET1* se contraería en 541 mil millones de dólares en el conjunto de entidades sometidas a la prueba, con una caída sobre activos ponderados por riesgo de 2,3 puntos porcentuales en el punto mínimo de los nueve trimestres proyectados hasta niveles del

10,1 % respecto al 12,4 % actual. Todas las entidades supervisadas estarían, no obstante, por encima de los requerimientos mínimos de capital en el peor de los escenarios.

Del deterioro acumulado en capital en el escenario adverso, el 78 % (424.000 millones) se concentra en mayores pérdidas por deterioro de la cartera de préstamos. En concreto, los mayores deterioros se observarían en los segmentos de tarjetas de crédito, pymes y sector inmobiliario no residencial, con un coste del riesgo más elevado sobre el volumen de la inversión.

En términos comparados, la prueba de resistencia de 2023 presenta un deterioro del capital bancario (2,3 p.p.) similar al de años anteriores, aunque algo inferior, fundamentalmente como consecuencia de la senda de tipos proyectada. La mayor caída en las curvas de tipos respecto a los niveles observados en 2022 impacta negativamente en la generación de márgenes futuros, pero permite mitigar las pérdidas de valor de las carteras de renta fija a valor razonable con cambios en patrimonio neto.

Finalmente, y sin formar parte del ejercicio de estrés ni integrarse en el cómputo de los requerimientos de capital, la Fed lleva a cabo un análisis exploratorio adicional sobre "shocks" de mercado en las carteras de renta fija. El estudio guarda una serie de diferencias respecto al ejercicio europeo:

- La Fed solo aplica este *Exploratory market shock* a las ocho entidades de importancia sistémica global (*G-SIBs*); en el caso europeo el ejercicio se realiza para los 98 bancos significativos bajo la supervisión directa del BCE.
- La Fed analiza las pérdidas potenciales en las carteras de negociación mientras que el BCE lo hace sobre aquellas que se han clasificado a coste amortizado y, se espera, sean mantenidas hasta el vencimiento.
- La Fed incorpora para la evaluación de este estrés un escenario totalmente diferente al prescrito en su ejercicio anual, en el que la inflación y los tipos de interés sí mantendrían

su senda alcista y, por tanto, podrían aparejar mayores pérdidas en dichas carteras de inversión.

Lo más llamativo es que el impacto en capital de este *shock* exploratorio es de tan solo 1,1 p.p. de *CET1*, ligeramente inferior al que ya descuenta el test de estrés en las carteras de negociación (1,3 p.p. de *CET1*). El racional que aporta la Fed es la mayor afectación de estas carteras al deterioro de las contrapartes en un contexto de recesión económica respecto a un alza en los tipos de interés.

Por todo lo anterior, este segundo análisis sirve al supervisor para justificar la resistencia del conjunto del sector financiero a distintos escenarios, sendas de inflación y evolución de curvas de tipos.

Conclusiones y retos para el desarrollo del test de estrés en el futuro

El nuevo contexto de tipos ha supuesto algunos retos para los supervisores, acentuados tras las crisis bancarias desatadas en marzo, inicialmente en algunos bancos regionales estadounidenses, y luego en un banco global suizo.

Si bien se desprende que, en general, en escenarios de subidas de tipos la banca está mejor posicionada para compensar eventuales deterioros en capital por la mayor capacidad de generación de márgenes -lo que también parecen reflejar las valoraciones de los bancos cotizados-, no puede dejar de observarse el impacto que tiene este repunte de las curvas en el valor económico de las carteras de inversión. Incluso cuando las minusvalías no se materialicen, porque se espera mantener la inversión hasta el vencimiento, es relevante su análisis como metodología de fijación de un valor mínimo del capital bancario en una visión de empresa en resolución o *gone concern*.

En este sentido, el test de estrés es, y debe seguir siendo, una herramienta en evolución permanente que pueda adaptarse a nuevas fuentes de riesgo y tipologías de escenarios. Entre ellos: el clima,

la ciberseguridad, la geopolítica o las emergencias sanitarias están rompiendo con el paradigma de escenarios de estrés puramente financieros y que, sin embargo, desencadenan un impacto negativo y material en la economía y, por extensión, en la salud del sistema bancario.

Los supervisores deberán seguir profundizando en la calidad y efectividad de sus metodologías para predecir y garantizar que la banca sigue cumpliendo con su función de intermediación financiera, muy especialmente, en los momentos de mayor incertidumbre.

El acceso de los jóvenes a la vivienda

Raymond Torres*

El problema de acceso de los jóvenes a la vivienda es particularmente acusado en España y parece haberse agravado en los últimos años. Este puede ser uno de los factores que explique otros problemas socioeconómicos como el aumento de la edad de emancipación de los jóvenes españoles, que supera los 30 años, frente a los 26,4 años de la media de la UE. La disponibilidad de un parque de vivienda en alquiler abundante y a precios asequibles es una de las principales causas. La solución habitacional pasa por tanto por la elevación de la oferta, en especial en el segmento del alquiler. Existen numerosas iniciativas internacionales en este sentido que, ante las restricciones de los tesoros públicos para liderar este incremento de oferta desde la iniciativa pública, se están instrumentando en incentivos que doten de mayores posibilidades de acceso y elección a los jóvenes.

Introducción

La escasez de vivienda asequible está causando gran preocupación entre los jóvenes y sus familias, convirtiéndose en uno de los principales temas de debate público. Esta situación tiene además consecuencias perceptibles en la integración en el mercado laboral, la movilidad y la inserción social en general (Causa y Pichelmann, 2020). La dificultad de los jóvenes para encontrar una vivienda –y así emanciparse del entorno familiar– contribuye también a explicar la baja tasa de natalidad, según diferentes estudios (Stone, 2018).

Es un hecho que la edad de emancipación de los jóvenes supera los 30 años en España, frente

a los 26,4 años de la media de la Unión Europea (gráfico 1). Además, esa edad tiende a retrasarse, mientras que se está estabilizando en la UE. El porcentaje de jóvenes que viven con sus padres se ha incrementado de manera acusada, sobre todo para el tramo de edad entre 25 y 34 años: más del 46 % de esas personas vivían con sus padres el año pasado, casi diez puntos más que una década atrás (gráfico 2). Se ensancha, por tanto, la brecha con los otros grandes países europeos.

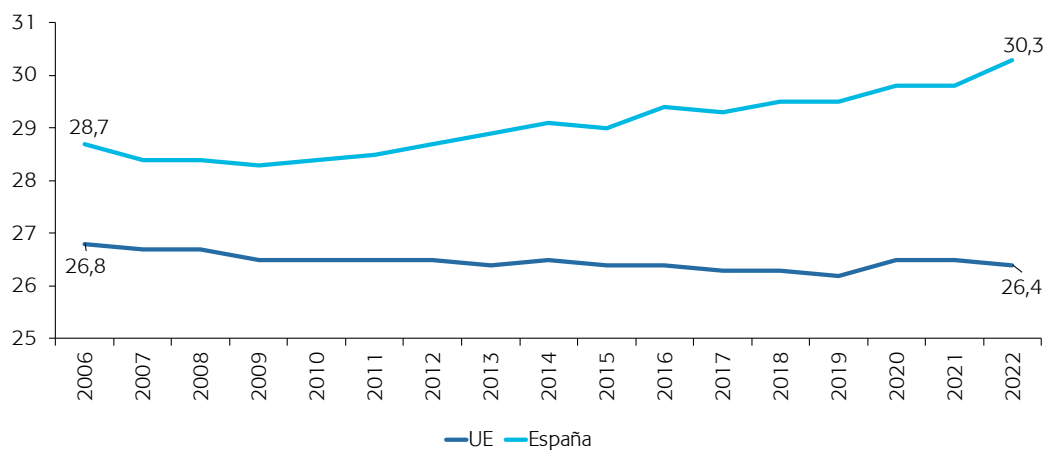
El objetivo de esta nota es analizar la posición de los jóvenes ante el mercado inmobiliario en comparación con otros países de nuestro entorno, y examinar brevemente algunas iniciativas que podrían ayudar a mejorar la situación.

* Funcas.

Gráfico 1

Edad de emancipación

(Años)



Fuente: Eurostat.

La estrechez del mercado de vivienda en alquiler, factor clave

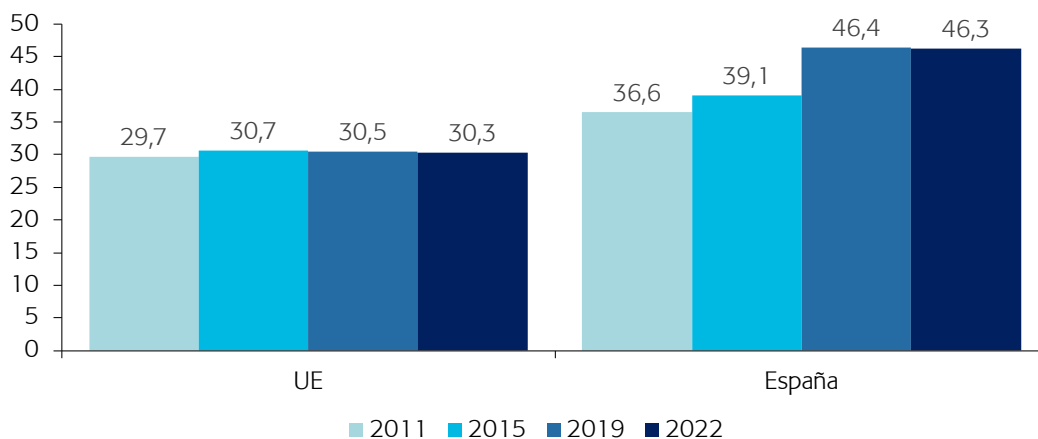
El elevado volumen de demanda latente que proviene de jóvenes que no pueden emanciparse, unido al incremento continuo de los precios, apunta a la escasez de oferta como principal escollo. Tras el

pinchazo de la burbuja inmobiliaria, la construcción de inmuebles residenciales se ha expandido a un ritmo inferior al de la demanda. Desde 2015, se han iniciado una media de 75.000 viviendas cada año, frente a casi 120.000 nuevos hogares que se forman anualmente durante el mismo periodo. Además, la oferta ha tendido a concentrarse en el segmento

Gráfico 2

Jóvenes de 25 a 34 años que viven con sus padres

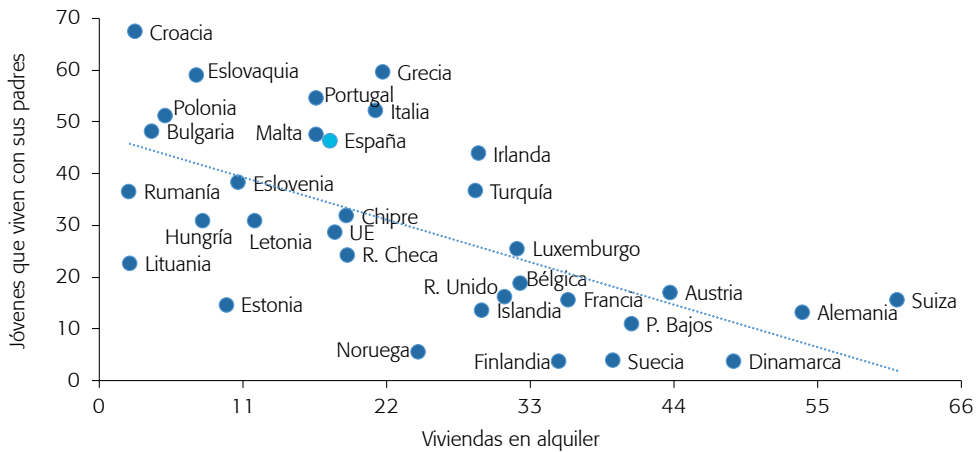
(Porcentaje)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 3

Densidad del parque de vivienda en alquiler y porcentaje de jóvenes (25-34 años) que viven con sus padres, 2022



Nota: Los datos de vivienda en alquiler son en porcentaje del total de vivienda disponible.

Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat.

de la vivienda en propiedad, algo que perjudica especialmente a los jóvenes.

Desde 2015, se han iniciado una media de 75.000 viviendas cada año, frente a casi 120.000 nuevos hogares que se formaron anualmente durante el mismo periodo.

En efecto, según los datos de Eurostat, la disponibilidad de un parque de vivienda en alquiler abundante y a precios asequibles —vía de emancipación preferida de los jóvenes europeos— es sin duda la principal carencia en nuestro país. En el pasado, muchos jóvenes españoles podían permitirse adquirir una vivienda en propiedad, en un contexto de oferta pletórica y de crédito hipotecario abundante. A principios de los años 2000, casi seis de cada diez jóvenes residían en una vivienda en propiedad, frente a uno de cada cuatro que lo hacían sufragando un alquiler. Desde el estallido de

la burbuja inmobiliaria, sin embargo, la oferta se ha desplomado y las condiciones de obtención de un préstamo hipotecario se han endurecido, de modo que, en la actualidad, solo el 30 % de jóvenes viven en propiedad¹. Además, esta tendencia se está acentuando como consecuencia de la subida de tipos de interés, de modo que los jóvenes que habitan en una vivienda en propiedad proceden mayoritariamente de familias con niveles de renta elevados, o se han beneficiado de una herencia.

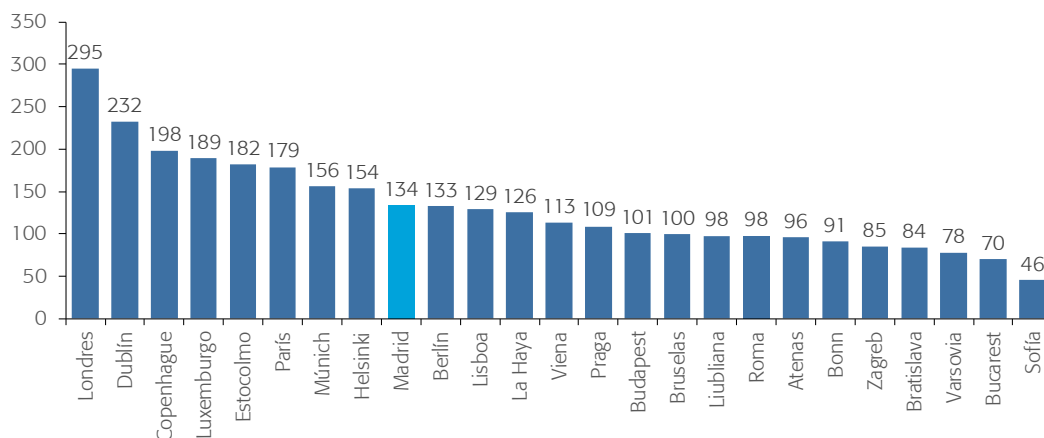
Todo ello explica la aparente correlación que existe entre la densidad del parque inmobiliario de alquiler y el porcentaje de jóvenes que han conseguido emanciparse (gráfico 3). En los países nórdicos y de Europa central, con un mercado del alquiler relativamente abundante, la inmensa mayoría de los jóvenes tienen acceso a una vivienda. A la inversa, los jóvenes se enfrentan a dificultades para emanciparse cuando el parque de alquiler es estrecho —caso de España y otros países de Europa meridional.

¹ También cabe recordar la reforma de 2012 que terminó con la deducción por inversión en vivienda habitual en el IRPF, por la que toda persona hipotecada se beneficiaba de una desgravación del 15 % del coste hipotecario.

Gráfico 4

Precio medio del alquiler en las principales capitales europeas en 2022

(Bruselas=100*)



*Los valores son para un piso de dos habitaciones de características similares en las diferentes ciudades.

Fuente: Elaboración propia con datos del Estate Agency Rent Survey.

La insuficiencia de la oferta se refleja en la carestía de los alquileres. Cuatro de cada diez inquilinos dedican más del 40 % de su renta disponible al pago del alquiler, casi el doble de la media europea. Un desglose por grupo de edad no está disponible a nivel europeo, pero los datos para España evidencian que la proporción de jóvenes inquilinos que soportan un sobre-coste en relación a la vivienda es aún mayor. Por el contrario, el porcentaje de personas que viven en un hogar en propiedad y que asumen cargas financieras (de devolución de hipoteca e intereses) superiores al 40 % de la renta disponible se aproxima a la media europea.

Cuatro de cada diez inquilinos dedican más del 40 % de su renta disponible al pago del alquiler, casi el doble de la media europea.

El desplazamiento de la demanda se refleja en los alquileres, con incrementos medios que han seguido una tendencia ascendente en los últimos años: entre 2015 y 2022, el precio medio del alquiler en Madrid se ha encarecido un 39 %, frente un promedio del 26 % en las otras capitales europeas. El resultado es que hoy por hoy el precio medio del

alquiler en la capital española supera los valores registrados en otras grandes ciudades como Berlín, Bruselas o Roma (gráfico 4). La brecha sería aún más pronunciada si se tuviera en cuenta las diferencias de poder adquisitivo de los hogares.

En algunos países los gobiernos subvencionan el acceso a la vivienda, ya sea colocando en el mercado un parque de habitación social o mediante ayudas directas al pago del alquiler. Entre los casos más reseñables destacan los países nórdicos, Francia, Irlanda y Reino Unido. Sin embargo, esta política —si bien encuentra su justificación en términos sociales— no parece ser especialmente relevante para elevar la proporción de jóvenes que viven fuera de casa de sus padres. La política de vivienda social es útil desde el punto de vista redistributivo, pero solo ayudará a solventar el problema de escasez a nivel agregado si se acompaña de un incremento de la oferta a ese nivel.

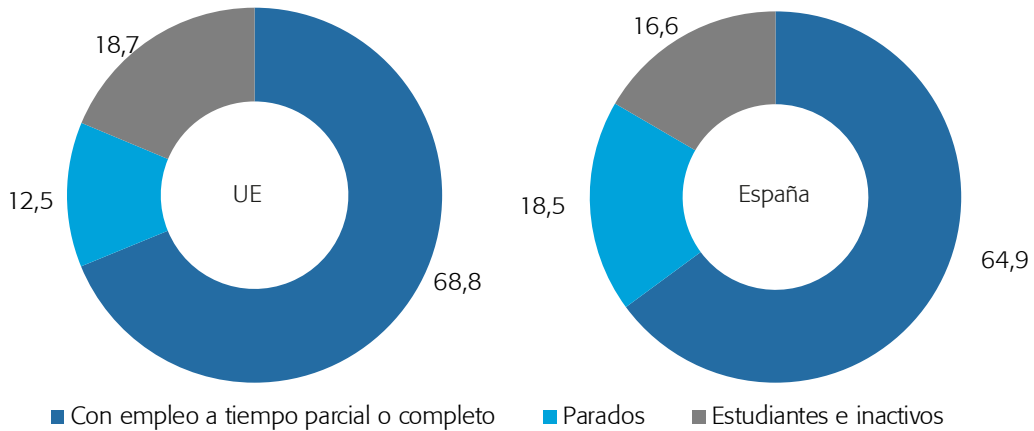
El mercado laboral: un papel no tan importante

Otro factor relevante es el mercado laboral. La tasa de paro juvenil de España —que se situaba en niveles cercanos a la media europea a principio

Gráfico 5

Jóvenes (25-34 años) que viven con sus padres, según su situación laboral, 2022

(Porcentaje del total de jóvenes que viven con sus padres)



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat.

de los 2000– se disparó tras la irrupción de la crisis financiera. La brecha se ha reducido durante el periodo expansivo, sin desaparecer: en 2022, la tasa de paro de los jóvenes de entre 25 y 29 años superó en 8,2 puntos porcentuales la media de la UE, y para el colectivo de entre 20 y 24 años el diferencial se eleva hasta 13,3 puntos.

La edad de emancipación de los jóvenes españoles se ha distanciado de la media europea. La principal causa hay que encontrarla en la escasez de vivienda en alquiler.

Sin embargo, si bien el hecho de conseguir un puesto de trabajo facilita el acceso a una vivienda propia, este no parece ser el principal factor. Casi dos de cada tres personas de entre 25 y 34 años que viven con sus padres tiene un empleo, un porcentaje ligeramente inferior a la media europea (gráfico 5). Además, la mayoría de estos jóvenes trabajan a tiempo completo. Por supuesto, un incremento salarial les permitiría asumir el coste de una vivienda –de ahí la importancia de las políticas de formación, intermediación laboral y calidad del empleo–, pero esto solo es así bajo la condición *ceteris paribus*: si

esas mejoras se generalizaran la vivienda también se encarecería, puesto que el problema radica en la escasez de oportunidades habitacionales, es decir en la oferta.

En definitiva, en los últimos años la edad de emancipación de los jóvenes españoles se ha distanciado de la media europea. La principal causa hay que encontrarla en la escasez de vivienda en alquiler, un segmento de mercado crucial para la emancipación de los jóvenes, a tenor de la experiencia internacional. El mercado laboral, por su parte, es un factor menos significativo para explicar las dificultades de acceso a la vivienda de los jóvenes.

Implicaciones para la política de vivienda

En base a este diagnóstico, la solución habitacional pasa necesariamente por la elevación de la oferta, en especial en el segmento del alquiler. La inversión pública en vivienda social de alquiler es una opción, que se enfrenta por una parte a la necesidad de actuar con rapidez –algo que puede chocar con los procedimientos normativos establecidos– y por otra parte a las limitaciones presupuestarias de

las administraciones (Causa y Pichelman, 2020). Asimismo, hay que tener en cuenta que cualquier aumento de la oferta pública puede contar con varias opciones y éstas deben ser compatibles con los incentivos, consistentes entre territorios.

A este respecto, la *Rapid Housing Initiative* del gobierno de Canadá es especialmente relevante. Gracias a la agilización de los trámites administrativos, y a la creación de una ventanilla única a través de la cuál los gobiernos locales pueden obtener financiación, el programa consiguió levantar más de 10.000 viviendas en solo seis meses².

Este tipo de dispositivos, citado como ejemplo por la OCDE, es particularmente relevante para aportar una solución habitacional a los colectivos vulnerables, incluido el de jóvenes en situación precaria. No obstante, para los demandantes con cierta solvencia, como por ejemplo los jóvenes que pese a tener un empleo siguen viviendo con los padres, la acción debe ir dirigida a una mejora del funcionamiento del mercado, de modo que éste responda a las necesidades.

Esta consideración, junto con las estrecheces de las finanzas públicas, explica que en la mayoría de los países europeos la presencia de las administraciones en la nueva oferta de vivienda se esté reduciendo. El relevo pasa por el despliegue de varios tipos de incentivos de mercado. En primer lugar, en algunos países como Alemania, Reino Unido o Irlanda, se han multiplicado las concesiones de terreno para la construcción privada, sometida a criterios como el de reservar una proporción de la nueva vivienda al alquiler —el llamado *zoning* como en Stuttgart, Londres y Dublín— (Scanlon, 2017). En Suiza, algunos cantones aportan suelo urbanizable a precios por debajo del valor de mercado o en forma de arrendamiento a largo plazo, para así reducir el coste de las inversiones y estimular la oferta habitacional de alquiler. En todos estos casos el coste directo para el erario público es prácticamente nulo, si bien los programas incorporan una subvención implícita en términos de concesión de permisos

de construcción en condiciones favorables para los promotores.

En segundo lugar, algunos municipios aportan créditos blandos y otras ayudas dirigidas exclusivamente a la construcción de viviendas de alquiler social, caso por ejemplo de París y Vancouver (programa “Rental 100”). Estas medidas pueden complementarse con un esfuerzo de inversión en infraestructura pública, destinado a estimular la construcción y la puesta en el mercado de viviendas que en este momento se encuentran vacías por su alejamiento de los grandes centros urbanos. Los estudios muestran sin embargo que esta política, además de suponer un coste directo para el presupuesto público, puede producir un cierto efecto de expulsión en relación a la oferta no subvencionada de vivienda de alquiler (véase, por ejemplo, Del Pero *et al.*, 2016). Desde ese punto de vista, puede ser preferible centrar la política de oferta en la promoción de vivienda de alquiler en general (impulso neutro de oferta), y posteriormente aportar ayudas específicas para colectivos desfavorecidos como los jóvenes (apoyo selectivo a la demanda).

En tercer lugar, también se han multiplicado iniciativas regulatorias. Ante la presión del turismo, algunos municipios europeos han optado por una limitación de los alquileres turísticos, para así facilitar su puesta en el mercado libre. Otros gravan las viviendas vacías, con el mismo objetivo. Se trata de estímulos que pueden ayudar a elevar puntualmente la oferta para los jóvenes, sobre todo en los territorios más saturados como consecuencia de la presión del turismo. Los estudios muestran que estas intervenciones son efectivas a nivel local (García López *et al.*, 2020) si bien el impacto agregado podría ser limitado.

Finalmente, lo que sugieren estas experiencias internacionales para el caso de España es que un enfoque de la política de vivienda en torno al segmento del alquiler puede ser de gran ayuda para la emancipación de los jóvenes, sin causar un agravio significativo para las cuentas públicas. Este enfoque es sin duda más eficaz que la multiplicación de

² Los resultados de este programa pueden consultarse aquí: <https://www.cmhc-schl.gc.ca/professionals/project-funding-and-mortgage-financing/funding-programs/all-funding-programs/rapid-housing>

avales y subvenciones para la compra de vivienda, si bien también depende de la cooperación entre las diferentes administraciones, en particular las autonómicas y las locales, que son las que ostentan las principales competencias en el ámbito de la ejecución de la política de vivienda.

Referencias

- CAUSA, O. y PICHELMANN, J. (2020). Should i stay or should i go? housing and residential mobility across oecd countries? *Economics Department Working Papers*, No.1626. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development. [https://one.oecd.org/document/ECO/WKP\(2020\)34/En/pdf](https://one.oecd.org/document/ECO/WKP(2020)34/En/pdf)
- DEL PERO, S., WILLEM, A. FERRARO, V. y FREY, V. (2016). Policies to Promote Access to Good-Quality Affordable Housing in OECD Countries. *OECD Social, Employment and Migration Working Paper*, 176. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- GARCIA-LÓPEZ, M.Á., JOFRE-MONSENY, J., MARTÍNEZ-MAZZA, R., Segú, M. (2020). Do short-term rental platforms affect housing markets? Evidence from Airbnb in Barcelona. *Journal of Urban Economics*, Volume 119. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2020.103278>
- SCANLON, K. (2017). *Making the most of build to rent*. London School of Economics. <https://www.lse.ac.uk/business/consulting/reports/making-the-most-of-build-to-rent>
- STONE, L. (2018). Higher Rents, Fewer Babies? Housing Costs and Fertility Decline. Institute for Family Studies. <https://ifstudies.org/blog/higher-rent-fewer-babies-housing-costs-and-fertility-decline>

El inminente ajuste fiscal en Europa

Erik Jones*

La respuesta fiscal a la pandemia de COVID-19 aumentó significativamente la deuda pública europea. Era de esperar, y en marzo de 2020 la Comisión Europea activó la “cláusula general de salvaguardia” del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para hacer frente a la necesidad de un mayor gasto público. Esa “cláusula general de salvaguardia” se desactivará el 31 de diciembre de 2023. Independientemente de que se produzca o no una reforma de las normas de coordinación de la política macroeconómica europea, los responsables políticos de toda Europa tendrán que empezar a consolidar sus cuentas fiscales como preparación. Estos esfuerzos serán especialmente importantes para los seis Estados miembros de la Unión Europea (UE) con una deuda pública superior al 100 % del producto interior bruto (PIB). La elevada tasa de inflación tras la pandemia ha aliviado en parte la carga del ajuste, pero la rápida restricción monetaria introducida para calmar el acelerado aumento de los precios se sumará al reto.

Una de las grandes lecciones de la pandemia de COVID-19 es la importancia de la política fiscal. Los gobiernos deben ser capaces de gastar dinero para contrarrestar las fuertes perturbaciones económicas. Y, cuando esos gobiernos gastan el dinero eficazmente, pueden hacer mucho para disminuir el impacto de tales golpes en la economía y en la sociedad. Esta lección no niega la importancia de mantener deudas públicas sostenibles. En macroeconomía existe un sano debate sobre la importancia del endeudamiento público y la utilidad de la política fiscal discrecional para ajustar los resultados macroeconómicos, pero hay un amplio acuerdo en los términos de la discusión. Los gobiernos necesitan poder gastar dinero en tiempos de crisis; y

necesitan poder consolidar sus finanzas de nuevo una vez que la crisis ha pasado.

La respuesta fiscal a la pandemia de COVID-19 fue impresionante. La relación entre la deuda pública y el producto interior bruto (PIB) en toda la zona del euro fue del 86 % en 2019 y del 97 % en 2021. La eficacia de esa respuesta también fue impresionante. Aunque el PIB nominal se contrajo en el punto álgido de la pandemia, volvió a expandirse rápidamente una vez que los gobiernos pudieron vacunar a sus poblaciones y relajar las restricciones a la libertad de circulación. El desempleo en toda la zona del euro aumentó, pero sólo de forma transitoria y pronto cayó a mínimos históricos. Lo mismo

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

puede decirse de las quiebras, que se dispararon al principio debido a la paralización de la actividad económica y la interrupción de las cadenas de suministros, pero que sin embargo se mantuvieron bajo control. En este sentido, la perturbación económica causada por la pandemia (y las medidas políticas introducidas para proteger a las poblaciones nacionales) pasó mucho más rápidamente que durante la crisis económica y financiera mundial o la crisis de la deuda soberana europea que la siguió.

Ahora la atención se desplaza del estímulo fiscal a la consolidación fiscal. Dentro de este contexto han surgido dos debates. Uno se refiere a las normas de coordinación de las políticas macroeconómicas y el otro a la magnitud de los retos que tendrán que afrontar los gobiernos nacionales, sobre todo en los seis países que tienen las mayores deudas públicas pendientes. El propósito de este artículo es centrarse en esos retos. Las líneas generales del debate sobre las normas de coordinación de la política macroeconómica están bien establecidas. La Comisión Europea ha formulado recomendaciones específicas. Esas recomendaciones se basan en gran medida en las contribuciones conjuntas de los gobiernos español y holandés. Pero las negociaciones en el seno del Consejo Europeo siguen su curso y los resultados no se conocerán hasta finales de 2023.

Mientras tanto, dos factores hacen que sea importante centrarse en la magnitud de los retos que hay que afrontar. El primero es la decisión del Consejo Europeo de desactivar la “cláusula general de salvaguardia” recogida en las normas de coordinación de las políticas macroeconómicas a finales de diciembre de 2023. El Consejo Europeo activó esa “cláusula general de salvaguardia” en marzo de 2020 para dar a los gobiernos nacionales más flexibilidad en el endeudamiento público con el fin de reforzar la respuesta fiscal a la pandemia. Esta decisión no fue una “suspensión” de las normas, sino el recurso a una de las circunstancias excepcionales que permiten las normas. Ahora que la emergencia sanitaria ha pasado, ya no hay una justificación de peso para que esa cláusula siga activa. En consecuencia, sea cual sea la decisión que tome el Consejo Europeo sobre la reforma o no de las normas de coordinación de las políticas macroeconómicas, está claro que el estado

de excepción terminará y entrará en vigor algún tipo de normativa que obligue a los gobiernos nacionales a consolidar sus deudas públicas.

El segundo factor se refiere a la repentina aceleración de la inflación que tuvo lugar desde finales de 2021 y que cobró impulso tras la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia en febrero siguiente. Ese estallido de la inflación obligó al Banco Central Europeo (BCE) a actuar con celeridad para retirar la acomodación monetaria que proporcionaba, tanto mediante la reversión de medidas menos convencionales, como las compras de activos a gran escala y los tipos de interés negativos y la utilización del proceso más directo de subida de los tipos de interés de política monetaria (Jones, 2023).

Ese proceso de restricciones monetarias comenzó con más seriedad en marzo de 2022 y culminó en septiembre de 2023, cuando el Consejo de Gobierno pareció poner fin a sus ajustes de los tipos de interés tras elevar al 4 % el tipo pagado por los depósitos en el BCE. La presidenta del BCE, Christine Lagarde, dejó claro en el comienzo de su discurso inaugural que “los tipos de interés oficiales del BCE han alcanzado niveles que, mantenidos durante un periodo suficientemente largo, contribuirán sustancialmente a que la inflación vuelva a situarse oportunamente en su objetivo [de política monetaria]”. Los participantes en los mercados financieros empezaron inmediatamente a apostar por el momento en que esa “duración suficientemente larga” llegaría a su fin y los tipos de interés volverían a bajar. Para los Tesoros nacionales, sin embargo, la implicación era que los costes de endeudamiento no sólo volverían a subir —en línea con el ajuste más reciente del BCE— sino que también se mantendrían altos en un futuro previsible.

Magnitudes relativas

Para comprender la magnitud del reto, es útil partir de los valores de referencia integrados en las normas europeas de coordinación de las políticas macroeconómicas. Estos valores señalan la deuda y el déficit públicos en relación con el PIB a precios de mercado (o PIB “nominal”). Se introdujeron por

primera vez en el Tratado de la Unión Europea, negociado en 1991 y firmado en 1992 en Maastricht, como un protocolo que indicaba que los países sólo podrían participar en la moneda única si sus déficits se situaban por debajo del 3 % del PIB o disminuían hacia esa cifra a un ritmo suficiente, y si sus deudas se situaban por debajo del 60 % del PIB o disminuían hacia esa cifra a un ritmo suficiente¹.

Estas cifras constituían un único “indicador de convergencia” —para “déficits excesivos”— en la medida en que las normas contables de la época variaban considerablemente de un país a otro y, sin embargo, si se parte de la base de que el PIB nominal crece aproximadamente un 5 % anual —lo que se aproximaba a la media histórica del periodo de la Guerra Fría— entonces un gobierno que tiene un déficit equivalente al 3 % del PIB nominal debería acabar con una deuda pública pendiente equivalente al 60 % del PIB. Por lo tanto, si las dos medidas se mueven coherentemente en torno a esas cifras, y el crecimiento del PIB nominal se aproxima al 5 %, entonces juntas constituyen un indicador razonablemente bueno (aunque aproximado) de la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Es probable que esos programas de ajuste sean significativos si se quiere cerrar la brecha entre las deudas existentes y el valor de referencia del 60 %.

La justificación de estos valores de referencia ha cambiado con el tiempo a medida que los países adoptaban el euro como moneda común y los gobiernos empezaban a preocuparse más por la estabilidad fiscal dentro de la unión monetaria que por la cualificación para la adhesión. Las cifras también se desconectaron cuando las tasas de crecimiento del PIB nominal cayeron por debajo del 5 % en toda Europa, con la implicación de que incluso un pequeño déficit (en relación con el PIB) podría dar lugar a la acumulación de un mayor volumen de deuda (de nuevo, en relación con el PIB). Aún

más importante, el centro de atención se desplazó de los déficits a las deudas durante la crisis de la deuda soberana europea porque el problema al que se enfrentaban estaba más estrechamente relacionado con la sostenibilidad de la deuda a largo plazo que con el equilibrio a corto plazo entre ingresos y gastos.

Sin embargo, a pesar de estos cambios, la atención política se ha seguido centrandose en la ratio de déficit y deuda en relación con el PIB nominal y los números 3 y 60 se han reproducido como valores de referencia tanto en la legislación secundaria que establece las normas para la coordinación de la política macroeconómica —a menudo denominadas colectivamente Pacto de Estabilidad y Crecimiento— como en el Tratado revisado del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Por lo tanto, es probable que ni la ratio ni los valores de referencia cambien pese lo que pase en el debate sobre las normas de coordinación de la política macroeconómica. En cambio, las principales cuestiones que se plantean son la rapidez con la que los gobiernos nacionales deben corregir cualquier desviación de los valores de referencia y el grado de flexibilidad que deben tener dichos gobiernos (y, por tanto, también la Comisión Europea) a la hora de diseñar y aplicar cualquier programa de ajuste fiscal.

Es probable que esos programas de ajuste sean significativos si se quiere cerrar la brecha entre las deudas existentes y el valor de referencia del 60 %. Como revelan los datos del cuadro 1, seis países de la zona del euro tienen deudas superiores al 100 % del PIB. Según las últimas estimaciones para 2023, la horquilla va desde Grecia, con un *stock* de deuda equivalente al 160 % del PIB, hasta Bélgica y Portugal, con un *stock* de deuda pendiente de alrededor del 106 %. Por supuesto, estas ratios pueden cambiar rápidamente. La deuda de Grecia cayó a ese nivel desde casi el 195 % del PIB en 2021 y la de Portugal desde más del 125 %. Se trata de cambios en las ratios respectivas del 19,5 % y el 16,6 %, respectivamente. Pero las ratios sólo pueden avanzar lentamente. Bélgica empezó en 2021

¹ Véase el “Protocolo (nº 12) sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo” en la versión consolidada del Tratado de la Unión Europea (tal como se firmó en Maastricht). <https://www.legislation.gov.uk/eut/teu/attachment/13>.

Cuadro 1

Evolución de la relación deuda/PIB en seis países europeos

(Porcentaje PIB)

	2021	2022	2023
Bélgica	109,1	105,1	106,0
Grecia	194,6	171,3	160,2
España	118,3	113,2	110,6
Francia	112,9	111,6	109,6
Italia	149,9	144,4	140,4
Portugal	125,4	113,9	106,2

Fuente: Base de datos AMEC, Comisión Europea (versión de 15 de mayo de 2023).

con una deuda del 109 %, y su *stock* de deuda en relación con el PIB cayó sólo un 2,9 % en el mismo periodo de dos años.

Estos movimientos relativos sólo pueden comprenderse descomponiendo las ratios en distintos componentes que reflejen la variación del saldo vivo de la deuda pública nacional, el crecimiento real subyacente de la economía nacional (es decir, el PIB "real" frente al "nominal") y el efecto de la inflación captada por el deflactor de precios del PIB. Esta descomposición puede verse en el cuadro 2, que muestra el impacto acumulativo de la variación del saldo nominal de la deuda, reducido por el crecimiento de la producción real y luego también por la

subida de los precios nominales. Una vez reunidos los tres elementos, es posible ver la variación porcentual real de la relación entre la deuda y el PIB. La influencia independiente de los precios se presenta en una columna separada.

Estos datos facilitan la explicación de cómo Grecia ha podido mejorar tanto su volumen de deuda pública/PIB. Para empezar, el Gobierno griego añadió muy poco a la deuda existente, que creció sólo un 1,1 % durante el periodo de 2021 a 2023. Por el contrario, el PIB real del país aumentó un 8,2 % durante el mismo periodo, reduciendo la relación entre deuda y PIB real en un 7,1 %. La inflación de los precios redujo la proporción en otro

Cuadro 2

Fuentes de variación de las ratios de deuda, 2021-2023

(Variación porcentual)

	Deuda nominal	Crecimiento real del PIB	Crecimiento nominal del PIB	Nota: Efecto del precio
Bélgica	11,0	6,5	-2,9	-9,5
Grecia	1,1	-7,1	-19,5	-12,4
España	9,1	1,8	-6,7	-8,5
Francia	8,5	5,3	-3,0	-8,3
Italia	6,9	2,1	-6,5	-8,7
Portugal	2,3	-6,6	-16,6	-10,0

Nota: La variación de la ratio de deuda en términos de crecimiento nominal es la variación real de la ratio deuda/PIB a lo largo del periodo, ya que se incluyen todas las partes de la ratio: deuda nominal, crecimiento real y la variación del deflactor de precios del PIB; la nota relativa al "efecto precio" es la contribución de la variación del deflactor de precios del PIB a esa variación global,

Fuente: Base de datos AMEC, Comisión Europea (versión de 15 de mayo de 2023).

12,4 %, por lo que el cambio acumulado se situó en el 19,5 %. También es fácil explicar el contraste entre Bélgica y Portugal. Mientras que Bélgica aumentó significativamente su deuda nominal durante el periodo de dos años, Portugal no lo hizo. Durante el mismo periodo, la economía belga creció relativamente menos en términos reales, un 4,5 % frente al 8,9 % de Portugal. Por lo tanto, aunque ambos países experimentaron episodios de inflación muy similares, Portugal avanzó mucho más en la reducción de su ratio deuda/PIB.

Italia, Francia y España aumentaron significativamente su deuda pendiente durante el periodo 2021-2023.

Este tipo de análisis es útil para poner de relieve diferentes fuentes de preocupación. Por ejemplo, Italia, Francia y España aumentaron significativamente su deuda pendiente durante el periodo 2021-2023. Ese aumento de la deuda pendiente ha quedado oculto por el impresionante crecimiento del PIB real en España y por la significativa inflación de precios en los tres países. La cuestión es si es probable que continúen estos resultados macroeconómicos tan favorables. Dados los esfuerzos del BCE por reducir la inflación, aunque sea a coste del crecimiento del PIB real, lo más probable es que ambos elementos del denominador de la ratio deuda/PIB crezcan más lentamente en los próximos años. Por lo tanto, será necesario ralentizar el crecimiento del *stock* de deuda nominal para mantener cualquier reducción de la ratio deuda/PIB. Esto no es un argumento a favor de la austeridad. Es simplemente un reflejo de cómo evolucionan las magnitudes relativas.

Inflación y tipos de interés

Hay otras formas en que una mayor tasa de crecimiento del PIB real y una rápida inflación de los precios favorecen la estabilización de la deuda. Un mayor crecimiento del PIB se traduce en más ingresos fiscales y, gracias al aumento del empleo y de los ingresos, en un menor pago de prestaciones

sociales. La rápida inflación de los precios también aumenta los ingresos fiscales, tanto al empujar a los contribuyentes a tramos más altos como a través del rendimiento proporcional de los impuestos indirectos. Por supuesto, los gobiernos también tienen que pagar precios más altos por los bienes y servicios, pero ese cambio en la base de costes opera sólo sobre una parte del gasto público global y con un desfase. Una ralentización del crecimiento real del PIB y una desaceleración de la inflación de los precios tienen el efecto contrario: reducen los ingresos fiscales y, con retraso, aumentan las prestaciones sociales. Estos “estabilizadores automáticos” son una parte necesaria de la planificación fiscal. Por eso las normas europeas de coordinación de la política macroeconómica centran la atención en indicadores “estructurales” que dan menos peso a cualquier desviación de las tendencias a largo plazo de los resultados macroeconómicos.

El reto más importante proviene del impacto potencial de la restricción monetaria sobre el coste del endeudamiento público. Este impacto puede sentirse rápidamente en el rendimiento de la deuda pública a corto plazo, que se renueva regularmente y se adapta así a cualquier cambio en la política monetaria. El impacto de las restricciones monetarias repercute mucho más lentamente en el coste del endeudamiento a largo plazo. Cuanto más largo sea el vencimiento medio de la deuda, menor será la parte que habrá que refinanciar a tipos de interés más altos. Y los vencimientos medios tienden a ser muy largos en la zona del euro. Grecia se beneficia de vencimientos muy largos —con una media de 20 años— debido a la estrategia de financiación que siguió el Gobierno durante la crisis de la deuda soberana. España y Portugal tienen un vencimiento medio de unos 8 años; Italia se acerca a los 7 años. Esto significa que la repercusión del aumento del endeudamiento en las finanzas públicas tardará mucho tiempo en producirse (Claeys y Guetta-Jeanrenaud, 2022).

No obstante, los instrumentos de deuda que se renueven durante un periodo de tipos de interés elevados repercutirán en las finanzas públicas durante mucho tiempo. Por lo tanto, la cuestión no es sólo en qué medida aumentan los tipos de interés, sino

Cuadro 3

Pago de intereses del Estado

(Porcentaje PIB)

	2021	2022	2023	2024
Bélgica	1,7	1,5	1,7	2,0
Grecia	2,5	2,4	3,2	3,2
España	2,2	2,4	2,5	2,4
Francia	1,4	1,9	2,0	2,0
Italia	3,6	4,4	4,0	4,1
Portugal	2,4	2,0	2,2	2,7

Fuente: Base de datos AMEC, Comisión Europea (versión de 15 de mayo de 2023).

también el tiempo que permanecen altos. Aquí es donde la determinación del BCE de mantener los tipos de interés en su nivel actual “durante un periodo suficientemente largo” adquiere importancia, porque —como el propio BCE ha advertido— un periodo prolongado de tipos de interés relativamente altos podría “aumentar aún más la carga de la deuda y potencialmente incrementar las vulnerabilidades generales” en los mercados de los “países más endeudados” (Bouabdallah *et al.*, 2021).

El reto más importante proviene del impacto potencial de la restricción monetaria sobre el coste del endeudamiento público.

Este análisis del BCE se realizó ya en 2021 y anticipaba tanto el impacto de un crecimiento acerado y una mayor inflación sobre las ratios deuda/PIB existentes como la posibilidad de que unos tipos de interés más altos presionaran en la dirección contraria. Hasta ahora, las pruebas de esa creciente fricción aún no han aparecido. Como revela el cuadro 3, los datos relativos a los pagos de intereses de las administraciones públicas no muestran una tendencia clara en todos los países para el intervalo de 2021 a 2023. Sin embargo, las previsiones realizadas por la Comisión Europea en mayo de 2023, excepto en el caso de España, son que los pagos de intereses se mantendrán igual o subirán en 2024. Dado que estas previsiones se realizaron antes de que el BCE completara su ciclo de restricción de los tipos de

interés oficiales, es posible imaginar que las revisiones de octubre de 2023 de estos datos mostrarán un impacto aún mayor.

La solución consiste en que los gobiernos recauden más ingresos que los necesarios para los gastos netos de los fondos requeridos para hacer frente al servicio de la deuda pública, como medio de compensar los efectos de un crecimiento nominal más lento y unos tipos de interés más altos. Es probable que ese esfuerzo vaya más allá de la ralentización del crecimiento de la nueva deuda nominal, sobre todo en el caso de los países que actualmente registran déficits significativos en sus cuentas públicas netas de intereses. Estos datos figuran en el cuadro 4. Una vez más, las previsiones para 2024 se hicieron en mayo de 2023, por lo que puede que se revisen hacia abajo en octubre.

Según estos datos, Bélgica y Francia tienen déficits significativos comparados con otros países. Esa variación puede ser un reflejo del hecho de que esos países también pagan menos en términos de intereses (cuadro 3) porque se enfrentan a menores costes de endeudamiento en el mercado. Por ejemplo, Francia paga 120 puntos básicos (o 1,2 puntos porcentuales) menos que Italia por su deuda soberana a diez años. El diferencial entre Bélgica e Italia es de 114 puntos básicos (o 1,14 puntos porcentuales). Sin embargo, ni siquiera unos costes de endeudamiento tan favorables pueden desvirtuar la aritmética subyacente. Si los gobiernos de Francia y Bélgica necesitan estabilizar o mejorar sus

Cuadro 4

Saldo presupuestario neto de intereses

(Porcentaje PIB)

	2021	2022	2023	2024
Bélgica	-3,8	-2,5	-3,3	-2,8
Grecia	-4,7	0,1	1,9	2,5
España	-4,7	-2,4	-1,6	-0,9
Francia	-5,1	-2,8	-2,7	-2,3
Italia	-5,5	-3,6	-0,5	0,5
Portugal	-0,5	1,6	2,0	2,6

Fuente: Base de datos AMEC, Comisión Europea (versión de 15 de mayo de 2023).

ratios deuda/PIB ante el aumento de los costes de endeudamiento y la ralentización de las tasas de crecimiento nominal, tendrán que ajustar sus saldos públicos netos de intereses.

Ajuste fiscal

La conclusión es que los seis países más endeudados de la zona euro se enfrentarán inevitablemente a un ajuste fiscal. Dicho ajuste será necesario cualesquiera que sean las normas de coordinación de la política macroeconómica que acuerde el Consejo Europeo. Mientras el objetivo político siga estando enmarcado en términos de ratio de deuda pública o déficit fiscal respecto al producto interior bruto, con valores de referencia fijados en el 60 % y el 3 % respectivamente, habrá que corregir un *stock* de deuda pública pendiente de pago por valor superior al 100 % del PIB. Además, esa corrección no será automática. Aunque el rápido crecimiento de la producción nominal ha reforzado los saldos públicos, el efecto positivo de un mayor crecimiento y una inflación de precios más rápida se está debilitando a medida que el Banco Central Europeo endurece sus instrumentos de política monetaria en un esfuerzo por recuperar la estabilidad de precios. Este endurecimiento monetario no sólo reducirá los elementos que disminuyen el coeficiente de endeudamiento, sino que también elevará el coste de los préstamos y generará así gastos adicionales. Los gobiernos tendrán que redoblar sus esfuerzos de ajuste fiscal.

Es importante señalar que este análisis deja fuera muchos de los elementos cruciales para la discrecionalidad política. El calendario y la composición de cualquier ajuste fiscal es una decisión política; también lo es la elección de permanecer dentro de un marco basado en normas para la coordinación de la política macroeconómica. Estas decisiones se ven influidas por otras lecciones aprendidas sobre el uso activo de la política fiscal. La pandemia de COVID-19 nos recordó que contar con una política fiscal es importante para contrarrestar las fuertes sacudidas económicas. Se trata ahora de un punto de consenso. La normalización gradual de las condiciones macroeconómicas después de la pandemia, sin embargo, significa que también volvemos al debate sobre la utilidad de la política fiscal discrecional para afinar el rendimiento macroeconómico.

Referencias

- BOUABDALLAH, O., CHECHERITA-WESTPHAL, C., DE VETTE, N. y GARDÓ, S. (2021). Sensitivity of Sovereign Debt in the Euro Area to an Interest Rate-Growth Differential Shock. Recuadro preparado para *Financial Stability Review* de noviembre de 2021. https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2021/html/ecb.fsrbox202111_01~f37aaca9fb.en.html
- CLAEYS, G. y GUETTA-JEANRENAUD, L. (2022). *How Rate Increases Could Impact on Debt Ratios in the Euro Area's Most Indebted Countries*. Blog Bruegel (5 de julio de 2022). <https://www.bruegel.org/blog-post/how-rate-increases-could-impact-debt-ratios-euro-areas-most-indebted-countries>

JONES, E. (2023). Managing the Risks of Quantitative Tightening in the Euro Area. *SEFO–Spanish Economic and Financial Outlook*, 12(1), pp. 5-13. [Publicado

en español como: 'La gestión de los riesgos del endurecimiento cuantitativo en la eurozona.' *Cuadernos de Información Económica*, 292 (2023) pp. 15-23.]

Impacto de la inflación sobre el IVA soportado por los hogares españoles en los años 2021 y 2022

Desiderio Romero Jordán*

La recaudación de impuesto sobre el valor añadido (IVA) aumentó de forma extraordinaria en 2021 y 2022. Los datos de la Agencia Tributaria (2023) sitúan el crecimiento en dichos años en el 14,9 % y el 13,4 %, respectivamente. Esta dinámica se ha visto ayudada por el viento de cola de una elevada inflación que escaló del 3,1 % de 2021 al 8,4 % de 2022. Este trabajo analiza cuánto ha crecido el IVA soportado por los hogares en esos años y qué parte es atribuible exclusivamente a la inflación. Los resultados muestran que la factura fiscal total de IVA aumentó en media en 2022 en 263,6 euros de los cuales 138,2 (el 52,4 %) euros son atribuibles directamente a la inflación. Asimismo, la carga fiscal acumulada de IVA en los años 2021 y 2022 como consecuencia exclusiva de las tensiones inflacionistas fue en promedio de 297,0 euros. Esa cuantía se eleva, aproximadamente, hasta 350 euros para un hogar tipo con un nivel de gasto similar a la renta media existente en España en 2022 (32.200 euros).

Metodología para computar la recaudación de IVA generada por la inflación

El IVA total soportado por los hogares puede aproximarse mediante la siguiente expresión:

$$Rt_{it} = G_{it} \cdot (1 + IPCH_{it}) \cdot t_{it}^* \quad [1]$$

donde G_{it} es el gasto en bienes y servicios en el período t —neto de impuestos indirectos y de variación de precios en dicho período—, $IPCH$ es el índice

de precios de consumo específico de cada hogar y es su tipo medio ponderado de IVA. El IVA soportado por cada hogar puede ser desagregado en dos sumandos:

- La recaudación “pura” de IVA o neta de inflación: $Rp_{it} = G_{it} \cdot t_{it}^*$
- La recaudación inducida por el aumento de los precios: $Ri_{it} = G_{it} \cdot IPCH_{it} \cdot t_{it}^*$

Para estimar la distribución de la recaudación total de IVA entre esos dos componentes, R_p y R_i , es preciso conocer los valores de las variables G , t^*

* Universidad Rey Juan Carlos y Funcas.

e *IPCH* de cada hogar. Tales variables han sido calculadas a partir de los microdatos de la *Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF)* correspondientes a las olas de 2021 y 2022 (INE, 2022 y 2023). La *EPF* es una encuesta representativa con información socioeconómica de alrededor de 24.000 hogares residentes en España. La *EPF* es una encuesta idónea, y ciertamente la única de estas características, que permite estimar con un elevado nivel de detalle el IVA soportado por los hogares. Pese a ello, este tipo de encuestas tiene dos puntos de crítica que no pueden ser soslayados: i) la infradeclaración de algunos gastos como alcohol, cerveza o tabaco, y ii) las limitaciones en la representatividad de los hogares pertenecientes a las colas de la distribución. Los bienes incluidos en un ítem soportan, generalmente, el mismo tipo de IVA. En estos casos, la asignación del tipo de IVA es directa: a la totalidad del ítem se le imputa, según proceda, el tipo superreducido del 4 %, el reducido del 10 % o el general del 21 %. Contrariamente, cuando un ítem incluye bienes sujetos a diferentes tipos de gravamen, se realiza un proceso de imputación manual teniendo en cuenta los bienes predominantes en cada ítem de acuerdo a fuentes estadísticas externas a la *EPF*¹. El proceso de imputación seguido para las accisas es similar al del IVA.

El gasto de cada ítem recogido en la *EPF* corresponde al precio final pagado por los hogares (valoración a precio de mercado), incluyendo los impuestos indirectos soportados. El INE incluye en la cesta de consumo una estimación del alquiler imputado a los hogares. Esta magnitud se corresponde con el pago que habrían de realizar los propietarios de las viviendas si fueran inquilinos de las mismas. El alquiler imputado no es, por tanto, una transacción de mercado entre agentes. Por este motivo, hemos convenido en denominar Gasto Ajustado a la suma de todos los gastos (a precio de mercado) que componen la cesta de consumo definida en la *EPF* pero excluidos los citados alquileres imputados. Un aspecto relevante a efectos del cálculo del IVA es que la *EPF* solo incluye en su estructura los gastos corrientes, quedando fuera de su ámbito la inversión

en activos reales como por ejemplo vivienda, locales comerciales o terrenos. Consecuentemente, la comparación de las cifras de recaudación estimadas a partir de la *EPF* y las ofrecidas por la Agencia Tributaria (así como los tipos medios) debe realizarse con las debidas cautelas.

El cálculo del IVA soportado así como su desagregación en efectos puro y precios exige conocer previamente el impacto de la inflación sobre cada uno de los hogares de la muestra. El índice de precios al consumo (IPC), publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), ofrece información del valor medio del crecimiento de precios al que se enfrentan la totalidad de los hogares. Sin embargo, como se expone con detalle en Romero-Jordán (2023a), cada hogar tiene su propio índice de precios (IPCH) cuyo nivel es el resultado de la interacción de dos factores. Primero, de la composición específica de la cesta de consumo de cada hogar —hay importantes diferencias por variables como el nivel de renta— estructura familiar o localización geográfica. Y segundo, de la variación en los precios, en cada período, de los ítems que componen dicha cesta de consumo. Volveremos sobre esta cuestión más adelante.

Estructura de bases de gravamen, tipo medio e IPCH

Como muestra el cuadro 1, en 2020 se produjo un súbito cambio en las pautas de consumo de

En 2020 se produjo un súbito cambio en las pautas de consumo de los hogares debido al confinamiento, aumentando extraordinariamente el peso de las bases gravadas a tipo superreducido.

los hogares debido al confinamiento, aumentando extraordinariamente el peso de las bases gravadas a

¹ Un ejemplo es el ítem de gasto 01113 que incluye todos los tipos de panes (común, integral, de molde, de pita e incluso congelado). Se ha imputado a todo el grupo el tipo reducido al ser el de consumo más habitual (Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, 2022).

Cuadro 1

Estructura de bases, tipos medios y recaudación de IVA desde 2019

	2019	2020	2021	2022	Variación 2019-2022 (%)
Bases a tipo superreducido	13,45	15,97	15,05	14,33	6,51
Bases a tipo reducido	33,40	31,84	32,54	33,59	0,55
Base a tipo normal	53,15	52,19	52,40	52,08	-2,00
Tipo medio ponderado	15,04	14,78	14,86	14,87	

Fuente: cálculos propios a partir de las olas de 2019 a 2022 de la EPF.

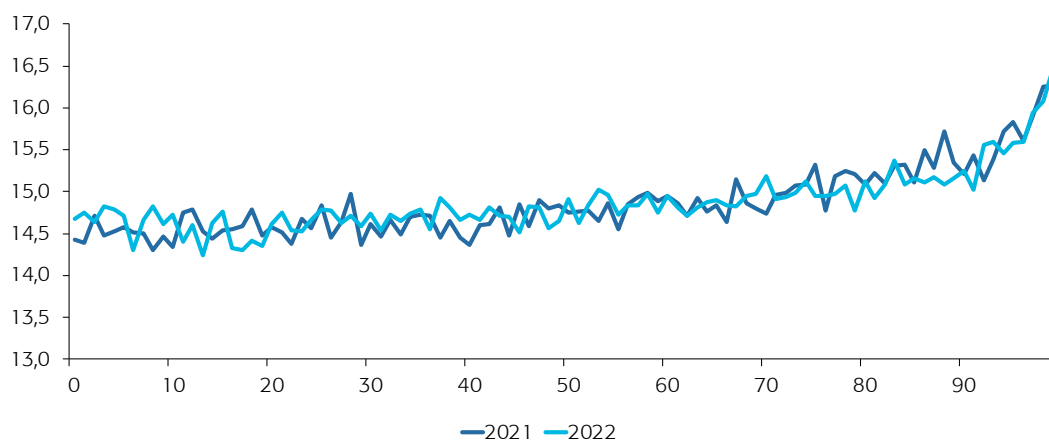
tipo superreducido (2,52 puntos). Tales bases están esencialmente compuestas de una parte importante de los alimentos, como pan, leche, huevos, frutas y verduras frescas. 2021 supuso un lento tránsito hacia la situación prepandemia: las bases a tipo superreducido perdieron parte del protagonismo ganado durante la pandemia (cayeron en media 0,92 puntos) aumentando al mismo tiempo las bases gravadas a tipo reducido (0,70 puntos) y normal (0,21 puntos)². La crisis energética de 2022 ralentizó la vuelta hacia la situación prepandemia

reduciéndose nuevamente el peso de las bases gravadas a tipo normal con una caída de 0,32 puntos. En resumen, el período 2019-2022 se ha caracterizado por un aumento de las bases gravadas a tipo superreducido (6,51 %) y reducido (0,55 %) compensado con una caída del 2,00 % en las bases gravadas a tipo normal. La consecuencia de estos cambios ha sido una reducción en el tipo medio de IVA desde el 15,04 % de 2019 al 14,87 % de 2022. Será necesario esperar a los próximos años para determinar con más precisión: i) el grado de

Gráfico 1

Tipo medio ponderado del IVA por centilas de gasto ajustado equivalente

(Porcentaje)



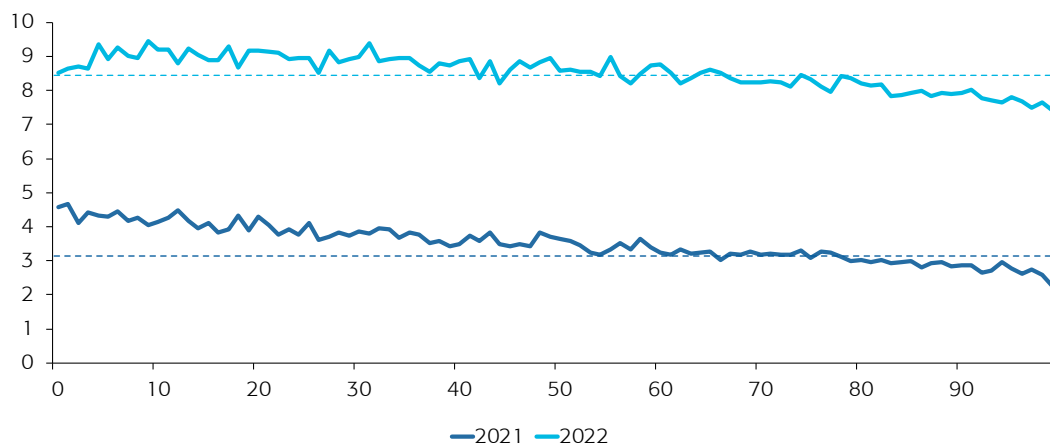
Fuente: INE (2022, 2023) y elaboración propia.

² A tipo reducido se encuentran gravados, entre otros, la carne, el pescado, todo tipo de alimentos procesados así como transporte público y agua. Por su parte, todos los servicios así como la energía son gravados a tipo reducido.

Gráfico 2

IPCH por centilas de gasto ajustado equivalente

(Porcentaje)



Nota: las líneas discontinuas horizontales representan los valores del IPC de 2021 y 2022.

Fuente: INE (2022, 2023) y elaboración propia.

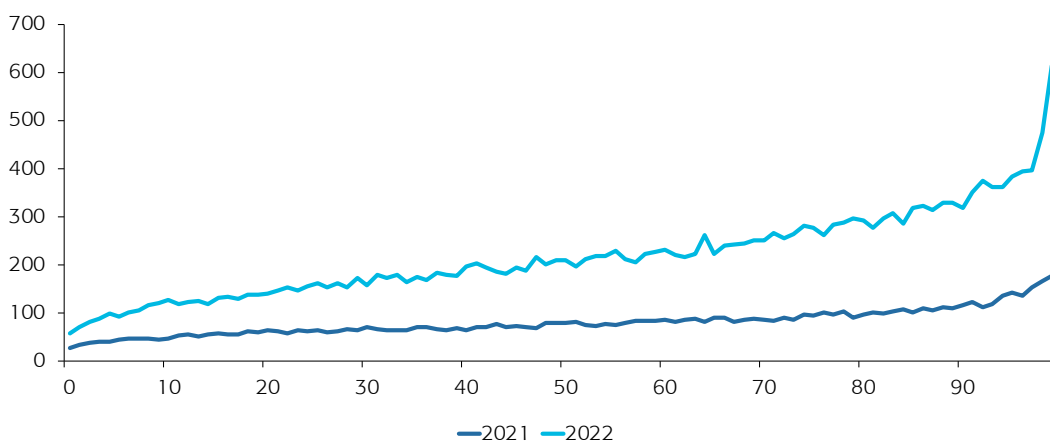
temporalidad de estos cambios en las estructuras de consumo; ii) su impacto sobre el tipo medio ponderado, y iii) su efecto recaudatorio, en un contexto en el que las menores tensiones inflacionistas restarán intensidad al crecimiento de la recaudación de IVA.

El gráfico 1 muestra la distribución del tipo medio por centilas de gasto ajustado equivalente, con dos conclusiones. Primera, la distribución del tipo medio no muestra diferencias visibles relevantes en 2021 y 2022. Segunda, excepto en los primeros cinco

Gráfico 3

Recaudación inducida por inflación por centilas de gasto ajustado equivalente

(Euros)



Fuente: INE (2022, 2023) y elaboración propia.

percentiles, el tipo medio del IVA español es progresivo en relación al gasto de los hogares.

En media, el IVA inducido por la inflación fue de 79,4 euros en 2021 frente a los 217,6 euros en 2022.

En cuanto a la inflación, los valores de IPC alcanzados en 2021 y 2022 fueron respectivamente del 3,1 y del 8,4 %. Siguiendo la metodología descrita en Romero-Jordán (2023a), el gráfico 2 muestra el IPCH por centilas de gasto ajustado equivalente al que se enfrenta cada hogar en cada uno de esos años. Como se puede ver, los hogares más afectados por la inflación fueron los de menor capacidad de gasto. La explicación es sencilla: alimentos y energía, dos de los componentes de mayor peso en tales hogares en 2021 y 2022, han sido los más afectados por la presión de los precios. El gráfico 2 muestra además que el porcentaje de hogares con un IPCH superior al promedio fue en 2021 del 70 % elevándose al 80 % en 2022. Es decir, en términos relativos el porcentaje de hogares más afectados por el crecimiento de precios se intensificó en 2022 (para un mayor detalle, ver Romero-Jordán, 2023a).

En media, el IVA inducido por la inflación fue de 79,4 euros en 2021 frente a los 217,6 euros en 2022 (gráfico 3). Asimismo, los hogares situados por encima del percentil 30 de gasto ajustado equivalente soportaron en 2022 más de 150 euros de IVA como consecuencia de la inflación. En 2021, sin embargo, únicamente superaron ese umbral los situados en los últimos cinco percentiles.

Incidencia absoluta y relativa de la recaudación por inflación en 2021 y 2022

Como muestra el cuadro 2, la factura fiscal media de IVA fue en 2021 de 2.592 euros elevándose a 2.855 euros en 2022, con un incremento medio de

263,6 euros. Como se puede ver, existen importantes diferencias según el nivel de gasto de los hogares. Los situados en la primera decila, cuyo gasto ajustado promedio es de 6.070,6 euros, soportaron 671,3 euros de IVA en 2022 con un incremento de 45,2 euros. Debe hacerse notar que en esta decila se sitúan los hogares con un gasto medio de alrededor de 500 euros mensuales. Por su parte, los hogares situados en la última decila, cuyo gasto ajustado medio supera los 62.500 euros, soportaron 7.256,2 euros en 2022 con un incremento de 490,5 euros. Es decir, entre la primera y última decilas hay una diferencia en el aumento del IVA soportado en 2022 de alrededor de 450 euros. En este sentido, el aumento está próximo a los 400 euros para un hogar tipo con un gasto ajustado similar a la renta media existente en España en 2022 (32.300 euros). En términos relativos, el crecimiento promedio de la recaudación fue del 10,2 % en 2022 alcanzando el nivel máximo en los hogares situados en la sexta decila (12,5 %). Aunque no son estrictamente comparables, dicho crecimiento del 10,2 % es ligeramente inferior, aunque en línea, con la variación del 13,4 % que recogen las estadísticas de la Agencia Tributaria (2023) para el total de recaudación de IVA.

La carga fiscal media por IVA generada específicamente por efecto de la inflación fue en 2021 de 79,4 euros. En 2022 se elevó hasta 217,6 euros.

La carga fiscal media por IVA generada específicamente por efecto de la inflación (R_i) fue en 2021 de 79,4 euros, oscilando entre los 30,3 euros de la primera decila y los 169,0 euros de la última. En 2022, la media se elevó hasta 217,6 euros, siendo de 58,9 euros para el 10 % de los hogares con menos gasto y 515,7 euros para el 10 % con mayor nivel de gasto. En comparación, la carga fiscal media de IVA generada por inflación en 2022 es 2,74 veces superior a la de 2021. Como vimos en la sección anterior, el tipo medio apenas varió en esos dos años mientras que el crecimiento de los precios de 2022 prácticamente triplicó el de 2021 al tiempo

Cuadro 2

Distribución de la carga fiscal de IVA por deciles de gasto ajustado en 2021 y 2022

Decil	Decilas de Gasto Ajustado Promedio en 2022 euros	Recaudación Total (Rt)				Recaudación por inflación (Ri)			Acumulado euros (5)+(6)	Incidencia Relativa % (7)/(3)
		2021 euros (1)	2022 euros (2)	Δ		2021 euros (5)	2022 euros (6)	Δ euros (7)		
				euros (3)	% (4)					
1	6.070,6	626,1	671,3	45,2	7,2	30,3	58,9	28,6	89,2	63,3
2	10.405,9	1.033,7	1.133,9	100,2	9,7	42,0	95,6	53,6	137,6	53,5
3	13.536,5	1.337,3	1.465,1	127,8	9,6	50,6	118,7	68,1	169,4	53,3
4	16.556,0	1.659,5	1.801,3	141,8	8,5	59,3	147,2	87,9	206,5	62,0
5	19.824,9	1.965,4	2.195,7	230,3	11,7	66,5	175,2	108,7	241,7	47,2
6	23.330,5	2.313,1	2.603,1	290,0	12,5	76,2	202,5	126,3	278,7	43,6
7	27.563,1	2.763,3	3.094,2	330,9	12,0	87,3	240,2	152,9	327,5	46,2
8	32.916,4	3.287,7	3.695,9	408,2	12,4	97,4	280,1	182,8	377,5	44,8
9	40.859,5	4.167,8	4.636,5	468,7	11,2	115,5	341,4	225,9	456,9	48,2
10	62.569,0	6.765,7	7.256,2	490,5	7,2	169,0	515,7	346,7	684,7	70,7
	25.362,3	2.592,2	2.855,8	263,6	10,2	79,4	217,6	138,2	297,0	52,4

Fuente: INE (2022, 2023) y elaboración propia.

que el gasto ajustado aumentó un 10,3 %³. En términos acumulados para 2021 y 2022, el aumento de la carga fiscal debida exclusivamente a la inflación ha sido en media de 297,0 euros por hogar. Dicha carga impositiva oscila entre 89,2 euros de la primera decila y 684,7 euros de la última. La cuantía de dicha carga acumulada está próxima a los 350 euros para un hogar tipo con un gasto ajustado similar a la renta media española de 2022⁴.

El IVA inducido por la inflación aumentó en promedio en 138,2 euros entre 2021 y 2022. Dicho aumento es creciente con el nivel de gasto ajustado de los hogares desde 28,6 de la primera decila a

346,7 euros en la última. La última columna del cuadro 2 muestra que, en promedio, el 52,5 % del aumento recaudatorio de 2022 viene determinado por el efecto de la inflación, ligeramente inferior, aunque en línea, con el 60,6 % estimado por AIREF (2022) para la totalidad de la recaudación por IVA. Este valor ayuda a entender el extraordinario crecimiento de la recaudación por IVA en 2022 amplificado por el muy favorable efecto viento de cola de la inflación⁵. En media, de los 263,4 euros de aumento en la factura fiscal de IVA soportado por los hogares en 2022, 138,2 euros son resultado directo del aumento de los precios.

³ Dicho aumento del gasto ajustado es inferior, aunque en línea, con el 15,0 % de gasto final sujeto a IVA recogido en las estadísticas de la Agencia Tributaria (AEAT, 2023).

⁴ La rebaja del IVA a los alimentos vigente desde enero de 2023 reducirá la factura fiscal media de los hogares en alrededor de 100 euros anuales (Romero-Jordán, 2023b). Dicha reducción impositiva equivale, aproximadamente, a una tercera parte del aumento del IVA acumulado por la inflación.

⁵ A efectos comparativos, según la Agencia Tributaria (2023), la recaudación de IVA creció un 1,9 % con un IPC del 0,7 frente, por ejemplo, al crecimiento de recaudación del 13,9 % de 2022 con un IPC del 8,4 %.

Cuadro 3

IVA generado por la inflación de forma acumulada en 2021 y 2022 ordenadas de mayor a menor según su valor medio

Comunidades autónomas	Gasto ajustado promedio en 2022	IPCH acumulado 2021/22	Tipo medio 2022	Recaudación acumulada inflación 2021-2022					
				Media	p25	p50	p75	p95	P75-p25
Navarra	27.904,4	12,4	14,8	341,8	165,2	279,4	444,4	820,2	279,2
Galicia	26.318,7	13,3	15,1	340,0	158,4	271,0	447,3	842,9	288,9
Murcia	26.807,0	12,4	15,0	330,9	161,3	270,6	429,2	817,1	267,9
Castilla y León	24.279,4	13,8	14,9	324,8	154,7	268,6	438,1	768,9	283,4
Aragón	26.029,7	12,4	14,7	315,9	156,9	259,9	406,2	772,3	249,3
Castilla-La Mancha	22.633,1	14,6	15,2	311,8	146,0	255,1	413,4	750,4	267,4
Madrid	29.054,7	10,7	14,9	301,1	145,8	237,6	387,6	741,0	241,8
Extremadura	21.927,1	13,5	14,8	293,5	134,5	237,7	384,9	731,9	250,4
Baleares	27.094,2	11,2	15,1	291,3	143,1	236,2	384,7	710,9	241,6
Andalucía	23.951,9	12,3	14,8	288,6	139,1	234,3	376,3	693,7	237,2
Asturias	24.348,0	12,3	14,8	288,6	133,9	222,6	378,5	728,1	244,6
Cantabria	23.260,7	12,1	15,0	286,9	132,7	227,3	378,6	714,9	245,9
Rioja, La	24.455,8	12,2	14,8	286,3	143,4	230,3	366,1	691,1	222,7
País Vasco	27.265,9	10,6	14,6	284,2	141,9	231,5	370,6	694,1	228,7
Cataluña	27.045,8	10,9	14,9	280,6	132,7	225,9	364,9	690,4	232,2
C. Valenciana	24.156,8	11,6	14,9	279,7	137,4	228,5	363,9	671,2	226,5
Ceuta	26.622,8	11,0	14,4	278,7	127,3	217,4	359,4	745,9	232,1
Melilla	22.324,1	11,4	14,4	241,8	98,8	189,3	301,6	644,0	202,8
Canarias	22.513,7	10,9	14,8	240,7	112,3	195,3	321,3	585,1	209,0
	25.362,3	12,1	14,9	297,0	141,3	238,8	388,4	730,7	247,1

Fuente: INE (2022, 2023) y elaboración propia.

IVA acumulado por inflación en 2021 y 2022 por CC. AA. y categorías socioeconómicas

Por comunidades autónomas, el cuadro 3 recoge la carga fiscal media de IVA generada por la inflación. La información ofrecida se refiere al acumulado de los años 2021 y 2022. Las comunidades han sido ordenadas en orden descendente según la citada carga fiscal. El cuadro 4 replica estos cálculos según el tamaño del municipio donde residen los hogares

así como la estructura del hogar, el nivel de estudios del sustentador principal y el nivel relativo de gasto. En cuanto a las comunidades autónomas, la mayor carga impositiva acumulada corresponde a Navarra con 341,8 euros, esta comunidad ocupa el primer puesto en gasto ajustado, además de tener un crecimiento acumulado del IPCH ligeramente superior a la media (12,4 % frente a 12,1 %). Contrariamente, Canarias es la comunidad con menos recaudación acumulada (240,7 euros) y ocupa el penúltimo puesto en gasto ajustado, además de tener un crecimiento en

Cuadro 4

Efecto de la inflación por categorías socioeconómicas en 2022

Clasificación	Gasto ajustado promedio en 2022 (1) euros	Tipo medio IVA 2022 (2) %	IPCH acumulado 2021/22 (3) %	IVA inflación por hogar 2021 (4) euros	IVA inflación por hogar 2022 (5) euros	Acumulado 2021/22 (4)+(5) euros
Tamaño del municipio de residencia del hogar						
> 100.000 habitantes	25.906,0	14,83	10,7	71,0	201,4	272,4
50.000 a 100.000 habitantes	25.881,2	14,90	11,5	79,3	210,1	289,4
20.000 a 50.000 habitantes	25.434,4	14,91	11,9	80,2	217,6	297,8
10.000 a 20.000 habitantes	25.411,1	14,86	12,6	85,0	226,6	311,6
< 10.000 habitantes	24.170,1	14,88	14,4	90,0	242,7	332,7
Mayores de 65 años y densidad de población						
Urbana	14.079,5	14,82	11,2	41,2	106,4	147,6
Intermedia	12.358,9	14,67	13,4	44,7	115,9	160,6
Rural	10.909,0	14,42	17,3	49,9	119,2	169,1
Menores de 65 y densidad de población						
Urbana	27.128,2	15,00	10,8	75,5	218,4	293,9
Intermedia	25.917,3	15,06	12,1	83,2	236,8	320,0
Rural	25.327,5	15,18	14,4	92,7	261,7	354,4
Pareja con 2 hijas menores de 16 y densidad de población						
Urbana	34.961,4	14,88	10,6	91,0	271,5	362,5
Intermedia	31.963,8	15,12	11,9	105,5	279,4	384,9
Rural	30.084,0	15,32	13,4	104,3	302,3	406,6
Nivel de estudios						
No sabe leer	13.902,1	13,84	14,2	60,0	132,8	192,8
Educación primaria	17.167,5	14,42	13,9	75,4	162,1	237,5
Bachillerato	25.311,6	14,90	11,7	78,8	213,5	292,3
Grado de 240 créditos	30.226,9	15,07	11,2	85,8	250,6	336,4
Doctorado	35.725,1	15,39	10,6	92,3	300,3	392,6
Nivel de gasto equivalente al salario mínimo interprofesional (SMI)						
Hasta 1 vez el SMI	9.418,1	14,72	13,6	41,2	86,6	127,8
1 a 2 veces el SMI	20.456,7	14,72	12,0	73,8	179,5	253,3
2 a 3 veces el SMI	34.032,2	14,97	11,0	107,6	288,5	396,1
3 a 4 veces el SMI	47.726,6	15,25	10,5	148,4	399,2	547,6
4 a 5 veces el SMI	61.953,0	15,52	10,1	182,8	507,9	690,7
5 a 6 veces el SMI	75.162,4	15,90	9,7	211,7	621,4	833,1
6 a 7 veces el SMI	89.641,9	15,96	9,6	234,4	735,4	969,8
Más de 7 veces el SMI	122.495,3	16,56	9,0	288,4	974,3	1262,7

Fuente: Fuente: INE (2022, 2023) y elaboración propia.

los precios muy inferior a la media (10,9 % frente a 12,1 %). El IVA acumulado por inflación es mayor en los hogares que residen en municipios de menor tamaño. Este patrón en contra de los hogares que residen en zonas rurales se observa con independencia de la edad del sustentador principal (mayor o menor de 65 años) y de que existan hijos menores dentro del hogar. En todo caso, las diferencias dentro de cada una de esas categorías de hogar son muy reducidas. Por ejemplo, en los hogares mayores de 65 años, la diferencia entre zona urbana y rural no supera en media los 25 euros (169,1 euros frente a 147,6 euros).

La incidencia acumulada de IVA es una función creciente del nivel de estudios del sustentador principal al ser esta una proxy de la capacidad económica de los hogares. La media acumulada se acerca a los 400 euros para los hogares donde el sustentador principal tiene estudios de doctorado, no superando los 240 en aquellos que alcanzaron un nivel de estudios equivalentes a primaria. Por último, se ofrecen cálculos de la recaudación soportada para diferentes tramos de gasto tomando como referencia el salario mínimo interprofesional (SMI) vigente en 2023 –actualmente es de 15.120 euros anuales–. Los datos confirman que la incidencia es una función creciente del gasto oscilando entre 127 euros de promedio para un hogar con un gasto inferior a 15.120 euros anuales y 1.262 para hogares con un gasto medio superior a 105.000 euros.

Referencias

- AEAT. (2023). Series históricas de bases, tipos e impuestos devengados. https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml.
- AIREF. (2022). Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las Administraciones Públicas 2023: Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales. Informe 52/22. https://www.airef.es/wp-content/uploads/2022/10/LINEAS_FUNDAMENTALES/Informe-Li%CC%81neas-Fundamentales-2023-1.pdf
- INE. (2022). *Encuesta de Presupuestos Familiares referida a 2021*.: https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176806&menu=resultados&idp=1254735976608#!tabs-1254736195147
- INE. (2023). *Encuesta de Presupuestos Familiares referida a 2022*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176806&menu=resultados&idp=1254735976608#!tabs-1254736195147
- MINISTERIO DE AGRICULTURA, PESCA Y ALIMENTACIÓN. (2022). Informe del consumo de alimentación en España 2021. https://www.mapa.gob.es/es/alimentacion/temas/consumo-tendencias/informe-consumo-alimentario-2021-baja-res_tcm30-624017.pdf
- ROMERO-JORDÁN, D. (2023a). Incidencia de la inflación en España en 2021 y 2022: ¿cuáles han sido los hogares más perjudicados? *Cuadernos de Información Económica*, 294, mayo-junio. <https://www.funcas.es/articulos/incidencia-de-la-inflacion-en-espana-en-2021-y-2022-cuales-han-sido-los-hogares-mas-perjudicados/>
- ROMERO-JORDÁN, D. (2023b). La rebaja del IVA sobre los alimentos en 2023: estimación del ahorro fiscal esperado por los hogares. *Funcasblog*. <https://blog.funcas.es/la-rebaja-del-iva-sobre-los-alimentos-en-2023-estimacion-del-ahorro-fiscal-esperado-por-los-hogares/>

¿A qué empresas y sectores están llegando los fondos *NGEU*?

Joaquín Maudos*

Hasta finales de 2022, España ha convocado en licitaciones y subvenciones el 43,7 % de los fondos *Next Generation EU (NGEU)* asignados, por lo que tendrá que acelerar el grado de ejecución para poder utilizar el resto de los fondos no reembolsables antes de la fecha límite de agosto de 2026. Si comparamos los fondos convocados (35.828 millones de euros) con los concedidos hasta esa fecha (16.349 millones), el grado de ejecución es del 45,6 %, ya que más de la mitad de los convocados no se habían concedido. De los concedidos, casi las tres cuartas partes (73,4 %) han tenido como destino el tejido empresarial, por un importe de 12.001 millones de euros. De las ayudas a las empresas, las grandes son las que absorben la mayor parte de las concedidas (59,3 % del total), frente al 40,7 % que han ido a parar a pymes. Por sectores, el más beneficiado es el de los servicios (46,9 % del total), seguido muy de cerca por la construcción (41,6 %). Dentro de los servicios, las ramas que más fondos han recibido son la de la información y las comunicaciones (15,4 % del total) y el comercio (12,1 %). En la industria, destaca el 3,6 % de las ayudas al sector de la automoción.

Introducción

Los fondos *NGEU* han asignado a España 173.670 millones de euros a través del Mecanismo para la Recuperación y Resiliencia (MRR) y la Ayuda a la Recuperación para la Cohesión de los Territorios de Europa (fondos *REACT-EU*, creados para hacer frente a la pandemia), de los que 89.670 son transferencias no reembolsables. De esta última cifra, 81.964 fueron asignados inicialmente y 7.706

posteriormente en la Adenda aprobada en junio de 2023. Si a esta cantidad se añade la asignación del *Plan REPowerEU* incorporada también en la Adenda (2.600 millones), el total de recursos que movilizar es de 176.256 millones de euros, de los que 92.256 millones son no reembolsables y el resto (84.000) préstamos reembolsables.

La ejecución de estos fondos es compartida por los diferentes niveles de la Administración Pública

* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, director adjunto del Ivie y colaborador del CUNEF.

y se lleva a cabo a través de tres instrumentos: las subvenciones y licitaciones que convoca el sector público estatal, las transferencias al sector público territorial (comunidades autónomas y corporaciones locales), y los llamados Proyectos Estratégicos para la Recuperación Territorial y Económica (PERTE).

La concreción de las inversiones que financiar en España con fondos *NGEU* se detalla en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) que envió el Gobierno de España a las autoridades europeas. Ese plan gira en torno a los seis objetivos que marcó la Unión Europea: 1) impulso a la transición verde; 2) impulso a la transformación digital; 3) crecimiento inteligente, sostenible, inclusivo, incluyendo cohesión económica, empleo, productividad, competitividad, investigación, desarrollo e innovación y buen funcionamiento del mercado interior con pymes sólidas; 4) promoción de la cohesión social y territorial de la Unión; 5) resiliencia sanitaria, económica, social e institucional y aumento de la preparación frente a la crisis; y 6) políticas para las próximas generaciones, la infancia y la juventud, incluidas la educación y las competencias.

El Gobierno de España, en la página web del PRTR, informa regularmente de la marcha de los fondos, con informes de ejecución, el tercero publicado en febrero de 2023. Sin embargo, en esos informes no se aporta información de aspectos de tanto interés como el grado de ejecución de los fondos (porcentaje de los concedidos respecto de los convocados), el destino por sectores económicos y el tipo de empresa al que benefician. Este es por tanto el objetivo de este artículo: cuantificar los fondos *NGEU* que de facto han llegado a la economía real (es decir, convocados y resueltos en licitaciones y subvenciones), delimitar los que han llegado al tejido empresarial y, en este último caso, conocer la distribución según el tamaño de las empresas y su rama de actividad.

Para poder alcanzar este objetivo, tomamos como punto de partida el listado de licitaciones y subvenciones publicadas en el portal web del PRTR del Gobierno de España, que se complementa con información de la Plataforma de Contratación del Sector Público (licitaciones) y de la Base de Datos

Nacional de Subvenciones. Nuestro análisis llega hasta finales de 2022, por lo que la cifra de referencia de partida son los fondos que España tenía asignados hasta esa fecha (81.964 millones de euros de transferencias no reembolsables).

Cuantificación de los fondos *NGEU* que llegan a las empresas

En el caso de las licitaciones, se han identificado 10.604 financiadas con fondos *NGEU* por una cuantía convocada de 14.082 millones de euros. En el caso de las subvenciones, identificamos 1.936 ayudas por un importe convocado de 21.746 millones de euros. Para evitar una doble contabilidad en las subvenciones, se han identificado y eliminado aquellas que, siendo convocadas por el Estado, van dirigidas a otros organismos públicos que las utilizan para encargar nuevas licitaciones o convocar nuevas subvenciones y que, por tanto, ya han sido consideradas a través de esta última vía. En total, hasta finales de 2022, la cifra de fondos convocados vía fondos *NGEU* asciende a 35.828 millones de euros. Este importe significa que se ha convocado el 43,7 % del total de fondos asignados a España a esa fecha.

Una parte del importe de esos fondos convocados no han llegado a la economía real, ya que el importe que ha sido resuelto es menor, sobre todo, en el caso de las subvenciones.

Sin embargo, una parte importe de esos fondos convocados no han llegado a la economía real, ya que el importe que ha sido resuelto es menor, sobre todo, en el caso de las subvenciones. Ello se debe a que hay convocatorias todavía en evaluación de las ofertas presentadas y otras publicadas y en plazo de presentación de ofertas, de forma que el importe resuelto es de 16.349 millones de euros, lo que implica un porcentaje de ejecución de los fondos del 45,6 %.

Del importe resuelto, podemos identificar quiénes son los adjudicatarios (licitaciones) y

Cuadro 1

Fondos NGEU acumulados hasta diciembre de 2022

(Millones de euros)

	Licitaciones	Subvenciones	Total (licit+subv)
Importe convocado	14.082	21.746	35.828
Importe resuelto	9.257	7.092	16.349
- Empresas localizadas en la base de datos SABI	8.954	2.677	11.632
- Empresas no localizadas en la base de datos SABI	92	276	369
- Universidades, centros de invest. y org. públicos	6	2.367	2.374
- Fundaciones y asociaciones	12	1.309	1.321
- Entidades internacionales	175	20	195
- Personas (autónomos/hogares)	17	442	459

Fuentes: Ministerio de Hacienda, SABI y elaboración propia.

beneficiarios (subvenciones). Y los hay de varios tipos: empresas; universidades, centros de investigación y organismos públicos; fundaciones y asociaciones; entidades internacionales; y personas físicas, tanto autónomos como hogares.

Del total de fondos concedidos al tejido empresarial, son las grandes empresas las que concentran la mayor parte, en concreto, el 59,3 %.

En el caso de las empresas, podemos cruzar la información de las bases de datos de licitaciones y subvenciones con la base de datos SABI, siempre y cuando dispongamos del NIF de la empresa y que esta aparezca en la base de datos SAB, que contiene información a nivel de empresa y se nutre del Registro Mercantil, y no todas las empresas están obligadas a depositar sus estados financieros. En consecuencia, podemos hacer un seguimiento de los fondos NGEU que llegan al tejido empresarial para las empresas que están en SABI, lo que excluye a los autónomos. De esta forma, de los 16.349 millones de euros resueltos financiados con fondos NGEU, 12.001 tienen como beneficiarios al sector empresarial. Del 97 % de estos fondos, es posible hacer un seguimiento, ya que en la base de datos SABI disponemos de información del tamaño de la empresa (cifra de negocio y empleados) y del sector

de actividad al que pertenece (código CNAE). En definitiva, los fondos que han llegado a las empresas hasta diciembre de 2022 y que podemos analizar suponen el 71 % del total de fondos ya resueltos (ver cuadro 1).

¿A qué tipo de empresas han llegado los fondos NGEU?

Como ya hemos comentado, una vez localizadas en la base de datos SABI las empresas que han recibido fondos NGEU vía subvenciones y licitaciones, tenemos información de la cifra de negocios y empleados de cada una, lo que nos permite clasificarlas en cuatro grupos siguiendo la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea: 1) microempresas, que son las que emplean a menos de diez personas y cuyo volumen de negocio y/o su balance anual no supera los 2 millones de euros; 2) pequeñas empresas, que emplean a menos de 50 personas y cuyo volumen de negocio y/o total del balance anual no superan los 10 millones de euros; 3) empresas medianas, que emplean a menos de 250 trabajadores y tienen un volumen de negocio que no excede los 50 millones de euros y/o un total del balance anual que no excede los 43 millones de euros; y 4) grandes empresas, que son las que no se pueden clasificar en los anteriores grupos.

Cuadro 2

Importe de fondos NGEU resuelto a empresas según su tamaño, hasta diciembre de 2022

(Millones de euros y porcentajes)

	Licitaciones, millones de euros			Licitaciones, porcentaje		
	Estado	CC. AA. y CC. LL..	Total	Estado	CC. AA. y CC. LL..	Total
Microempresas	73	152	224	1,2	4,9	2,5
Pequeñas empresas	392	526	917	6,7	17,0	10,2
Empresas medianas	1.169	773	1.943	20,0	25,0	21,7
Grandes empresas	4.225	1.645	5.870	72,1	53,1	65,6
Total	5.859	3.095	8.954	100,0	100,0	100,0
	Subvenciones, millones de euros			Subvenciones, porcentaje		
	Estado	CC. AA. y CC. LL..	Total	Estado	CC. AA. y CC. LL..	Total
Microempresas	353	136	489	16,1	27,9	18,3
Pequeñas empresas	642	116	759	29,3	23,8	28,3
Empresas medianas	269	131	400	12,3	26,8	14,9
Grandes empresas	925	105	1.030	42,3	21,5	38,5
Total	2.190	488	2.677	100,0	100,0	100,0
	Total, millones de euros			Total, porcentaje		
	Estado	CC. AA. y CC. LL..	Total	Estado	CC. AA. y CC. LL..	Total
Microempresas	426	288	714	5,3	8,0	6,1
Pequeñas empresas	1.034	642	1.676	12,8	17,9	14,4
Empresas medianas	1.438	904	2.342	17,9	25,2	20,1
Grandes empresas	5.150	1.750	6.900	64,0	48,8	59,3
Total	8.049	3.583	11.632	100,0	100,0	100,0

Fuentes: Ministerio de Hacienda, SABI y elaboración propia.

Como muestra el cuadro 2, del total de fondos concedidos al tejido empresarial, son las grandes empresas las que concentran la mayor parte, en concreto, el 59,3 % (6.900 millones de euros). Les siguen en importancia las medianas (20,1 %, 2.342 millones), pequeñas (14,4 %, 1.676 millones) y las microempresas (6,1 %, 714 millones). De esta forma, de cada 100 euros de ayudas concedidas a las empresas españolas, a las pymes les ha llegado en 40,7 %, siendo las grandes las más beneficiadas.

Este patrón de distribución de las ayudas según el tamaño de la empresa varía en función del órgano

de contratación/concesión. Así, en el caso de las ayudas del Estado, aumenta aún más el peso de los destinadas a las grandes empresas, ya que suponen el 64 % del total. En cambio, en las ayudas concedidas por el sector público territorial (comunidades autónomas y corporaciones locales), el peso cae hasta el 48,8 %. El motivo que explica este diferente patrón está en las licitaciones, donde las grandes empresas acuden en mayor medida a las convocatorias del Estado. Así, en este caso, las grandes empresas acaparan casi las tres cuartas partes de la financiación concedida con cargo a los fondos NGEU (72,1 %), llegando a las microempresas y pequeñas

empresas solo el 1,2 % y 6,7 %, respectivamente. En cambio, en el caso de las subvenciones, disminuye claramente el peso de las grandes empresas, sobre todo en las concedidas por el sector público territorial, donde cae al 21,5 %, siendo la distribución mucha más igualitaria entre los distintos tamaños de empresa.

Destino sectorial de los fondos

Teniendo en cuenta el sector de actividad declarado por las empresas (código CNAE), el sector servicios es el que absorbe el mayor importe, en concreto el 46,9 % del total (5.451 millones de euros). Le sigue en importancia y muy de cerca la construcción (41,6 %, 4.839 millones de euros). A gran distancia aparece la industria (9,7 %, 1.131 millones de euros), siendo muy reducido el peso de la energía (1,3 %, 150 millones de euros) y el sector primario (0,5 %, 60,9 millones de euros).

El sector servicios es el que absorbe el mayor importe, en concreto el 46,9 % del total (5.451 millones de euros).

En el caso de la construcción, de los 4.839 millones concedidos, el 96 % procede de contratos por licitaciones públicas. De ellos, destacan las licitaciones que se derivan de encargos de Adif (42 % del total concedido a empresas del sector de la construcción) a empresas del sector de la construcción para financiar infraestructuras ferroviarias.

Si ampliamos el zoom y descendemos en detalle por ramas de actividad, dentro de los servicios destaca el de información y comunicaciones, ya que concentra el 15,4 % del total de fondos concedidos en España (1.797 millones de euros). En estas ayudas destacan en cuantía las destinadas a la digitalización de las AA. PP. y que se materializan en la realización de infraestructuras digitales para banda ancha y ayudas a proyectos de I+D+i en inteligencia artificial y tecnologías digitales. Le sigue de cerca el comercio (12,1 %, 1.407 millones de euros) y las actividades jurídicas, ingenierías y consultoría (8,2 %,

957 millones de euros). En el comercio, destaca la adquisición de autobuses eléctricos y equipamiento sanitario de alta tecnología a empresas comercializadoras especializadas. Dentro del sector industrial, la rama más beneficiada por los fondos NGEU es la automoción (3,6 %, 413 millones de euros), cuyo importe de ayudas recibidas más que duplica las del sector de productos metálicos (1,6 %, 180 millones) y la alimentación (1,4 %, 165 millones).

Si comparamos la distribución sectorial de los fondos NGEU concedidos por el sector público estatal y territorial, es de destacar el mayor peso que tiene el comercio en las ayudas que conceden las CC. AA. y las CC. LL., ya que supone algo más de la cuarta parte del total. En cambio, en el Estado tiene mucho más peso el sector de la información y las comunicaciones.

Implicaciones

El análisis realizado de los fondos NGEU hasta diciembre de 2022 muestra que aún no hemos llegado al medio recorrido, ya que los fondos convocados en licitaciones y subvenciones (35.828 millones de euros) suponen el 43,7 % del total asignado a España a esa fecha. Hay de tiempo hasta agosto de 2026 para ejecutar los fondos, por lo que aún quedan más de la mitad por invertir (de los no reembolsables) en los alrededor de tres años que restan hasta esa fecha.

Hasta diciembre de 2022, el grado de ejecución de los fondos convocados es del 46 %, ya que más de la mitad no se había concedido. Ello añade más presión para poder ejecutar a tiempo todos los fondos NGEU antes de agosto de 2026, por lo que es necesario acelerar el ritmo de ejecución, más aun teniendo en cuenta los nuevos fondos concedidos en la Adenda de junio de 2023 (10.292 millones de euros vía MRR y nuevo Plan REPowerEU).

De todos los fondos concedidos, casi las tres cuartas partes (12.001 millones de euros, el 73,4 %) han tenido como destinatario el tejido empresarial. Las grandes empresas son las que más recursos aglutinan, al concentrar el 59,3 % del total,

Cuadro 3

Distribución por ramas de actividad de los fondos NGEU concedidos a las empresas hasta diciembre de 2020

(Millones de euros y porcentajes)

	Millones de euros			Distribución porcentual		
	Estado	CC. AA. y CC. LL.	Total	Estado	CC. AA. y CC. LL.	Total
Sector primario	46	15	61	0,6	0,4	0,5
Industria	855	276	1.131	10,6	7,7	9,7
Alimentación	157	8	165	2,0	0,2	1,4
Textil, cuero y calzado	14	1	15	0,2	0,0	0,1
Madera, corcho y papel	43	15	58	0,5	0,4	0,5
Química y prod. farmacéuticos	33	12	45	0,4	0,3	0,4
Caucho y plásticos	90	5	95	1,1	0,1	0,8
Productos metálicos	171	9	180	2,1	0,2	1,6
Maquinaria y equipo eléctrico y electrónico	72	25	97	0,9	0,7	0,8
Automoción	223	190	413	2,8	5,3	3,6
Muebles y otra industria	53	11	63	0,7	0,3	0,5
Energía	96	54	150	1,2	1,5	1,3
Construcción	3.641	1.197	4.839	45,2	33,4	41,6
Servicios	3.410	2.041	5.451	42,4	57,0	46,9
Comercio	465	943	1.407	5,8	26,3	12,1
Transporte	116	62	177	1,4	1,7	1,5
Hostelería	46	21	67	0,6	0,6	0,6
Información y comunicaciones	1.461	336	1.797	18,1	9,4	15,4
Actividades financieras	18	14	32	0,2	0,4	0,3
Actividades inmobiliarias	28	21	49	0,4	0,6	0,4
Actividades jurídicas; Ingenierías; Consultorías	759	199	957	9,4	5,5	8,2
I+D	107	22	129	1,3	0,6	1,1
Publicidad y estudios de mercado	89	90	179	1,1	2,5	1,5
Actividades administrativas y servicios auxiliares	94	133	227	1,2	3,7	2,0
Sanidad y educación	184	179	364	2,3	5,0	3,1
Actividades artísticas y recreativas	44	21	65	0,6	0,6	0,6
Total	8.049	3.583	11.632	100,0	100,0	100,0

Fuentes: Ministerio de Hacienda, SABI y elaboración propia.

frente al 40,7 % que han ido a parar a las pymes. Por sectores, el más beneficiado es el de los servicios (46,9 % del total), ligeramente por encima del sector de la construcción (41,6 %). La industria (9,7 %), la energía (1,3 %) y el sector primario (0,5 %) concentran un menor porcentaje de la financiación NGEU. Dentro de los servicios, la rama que más ayudas ha recibido es la de la información y las comunicaciones (15,4 %) y el comercio (12,1 %). En la industria, destaca el 3,6 % de las ayudas al sector de la automoción.

Referencias

- BUREAU VAN DIJK. Sistema de Análisis de Datos Ibéricos (SABI). Base de datos distribuida por Bureau van Dijk (Electronic Publishing).
- GOBIERNO DE ESPAÑA (2021). *Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia*. Madrid. https://www.lamoncloa.gob.es/temas/fondos-recuperacion/Documents/160621-Plan_Recuperacion_Transformacion_Resiliencia.pdf
- GOBIERNO DE ESPAÑA (2023). *III Informe de ejecución del Plan de Recuperación*. Madrid. https://planderecuperacion.gob.es/sites/default/files/2023-03/20022023_tercer_informe_ejecucion_plan_recuperacion_completo.pdf
- IGAE (Intervención General de la Administración del Estado). Base de datos Nacional de Subvenciones (BDNS). Sistema Nacional de Publicidad de Subvenciones y Ayudas Públicas. Madrid: Ministerio de Hacienda y Función Pública.
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA. Licitaciones publicadas en la Plataforma de Contratación del Sector Público. Madrid.

Prioridades de supervisión del Banco Central Europeo

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

El cambio de entorno macroeconómico que afronta el sector financiero, así como el consiguiente cambio en la política monetaria que se ha llevado a cabo, en conjunción con los recientes episodios de inestabilidad financiera acontecidos en diversas geografías, ha fortalecido la necesidad del Banco Central Europeo (BCE) de reforzar la capacidad de resistencia del sistema bancario europeo ante eventos de inestabilidad. Bajo este contexto, el presente trabajo se focaliza en analizar dicha capacidad mediante un estudio de las principales perspectivas que adopta el supervisor bancario europeo en sus prioridades. Los resultados obtenidos permiten afirmar que, a pesar de los riesgos inherentes en el entorno y que deben ser gestionados, la banca europea muestra una imagen de fortaleza y capacidad de adaptación que reduce la probabilidad de episodios de inestabilidad financiera como los acontecidos en otras regiones.

Introducción

Las recientes turbulencias acaecidas en el sistema financiero durante los primeros meses de 2023, centradas en la banca regional estadounidense y en el sistema bancario suizo, profundizan en la necesidad de hacer más hincapié si cabe en las medidas supervisoras para la banca. Sin embargo, al contrario que en eventos pasados, estos episodios de inestabilidad han sido consecuencia, por un

lado, del cambio del contexto macroeconómico y, por otro, del cambio de rumbo en la política monetaria caracterizado por la eliminación de las principales medidas no convencional (por parte del BCE las denominadas *TLTRO*, el *PSPP*, etc.) y por el rápido incremento de tipos de interés acontecido dada una inflación más persistente de lo previamente estimado (Lagarde, 2023).

En este contexto, son las empresas y los hogares los agentes que con más intensidad están sufriendo

* Universidad Carlos III de Madrid.

** Universidad Autónoma de Madrid.

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

**** Universidad de Alcalá e IAES.

estos *shocks*. Por una parte, el sector empresarial lo ha experimentado en la cuenta de resultados derivado, principalmente, de los cuellos de botella en la cadena global de suministros, del incremento de costes de materias primas y de los costes energéticos. Todo ello unido al mayor nivel de apalancamiento proveniente de las políticas económicas orientadas a afrontar la pandemia¹ (Blanco *et al.*, 2021; Blanco y Mayordomo, 2023), lo que genera especial vulnerabilidad a la subida de tipos de interés. Por otra parte, en cuanto a las familias, el comportamiento del ahorro durante la pandemia y en los últimos trimestres, junto con el incremento de la riqueza de los hogares y la reducción de su nivel de apalancamiento, ha permitido amortiguar el incremento de precios y de costes financieros (Banco de España, 2023), aunque no ha evitado el incremento de la vulnerabilidad financiera. Es, por ello, que el supervisor recomienda a las entidades una política prudente de planificación y dotación de provisiones y capital (Banco de España, 2023b)

Los problemas, desde el punto de vista de la estabilidad financiera, han aparecido cuando, de forma intensa y en un periodo temporal corto, han cambiado las condiciones macroeconómicas.

Asimismo, además de las perspectivas relativas a las economías familiares y empresariales, otra fuente de riesgo para las entidades financieras se encuentra en los mercados y en la propia evolución de los tipos de interés. En concreto, el foco está puesto en la cotización de activos de renta fija (especialmente, deuda pública), ya que los balances bancarios se han nutrido de una manera significativa estos últimos años de dicho tipo de activos (cuyo valor varía inversamente con los tipos de interés) para compensar la menor demanda de inversión crediticia en el sistema financiero y una mayor tasa de ahorro.

Otro punto de máxima atención para los supervisores es la estabilidad de los balances bancarios en un entorno de cambio estructural de los mismos. De hecho, y especialmente antes de la pandemia, el comportamiento de la curva de tipos² llevó a las entidades a un mayor apetito por el riesgo en operaciones de inversión (minorista y mayorista) a tipo fijo que permitieran obtener unos niveles de rentabilidad razonables.

Los problemas, desde el punto de vista de la estabilidad financiera, han aparecido cuando, de forma intensa y en un periodo temporal corto, han cambiado las condiciones macroeconómicas, y la política monetaria entra en su proceso de normalización de una manera “brusca”. En este punto, las entidades que se encuentren en sus balances con una carga de activos a tipo fijo (riesgo estructural o de balance), los mantienen sin dificultad mientras no exista una alta concentración de los mismos y no existan turbulencias financieras que hicieran necesario poner a valor de mercado dichos activos a tipo fijo (y, por tanto, reconocer minusvalías). Sin embargo, la rápida salida de depósitos acontecida por la existencia de estos riesgos en determinadas entidades supuso una necesidad de ponerlos a valor de mercado de forma repentina, sobre todo en los casos de la banca estadounidense. Cabe reseñar que no es el caso de la banca europea, que cuenta con un modelo de negocio mucho más minorista y con unas fuentes de financiación más diversificadas y más granulares, así como una regulación específica con respecto al riesgo de tipo de interés y liquidez que afecta a todas las entidades financieras, sea cual sea su tamaño, y que ha limitado de una manera significativa la acumulación de estos riesgos estructurales.

El escenario de factores de riesgo descrito, unido a los avisos de los episodios de pánico bancario protagonizados por los sistemas de Estados Unidos y Suiza, se ha plasmado en las prioridades supervisoras macrofinancieras y de estabilidad financiera.

¹ Siendo especialmente relevante en el incremento del apalancamiento el papel de los avales del ICO.

² En los momentos previos a la pandemia, el euríbor se encontraba en terreno negativo y los *swap* descontaban que se mantendría en el entorno del 0 % a 10 años vista, lo que ofrecía una visión casi permanente de tipos ultrabajos.

Prioridades supervisoras: reforzar la capacidad de resistencia ante perturbaciones macrofinancieras y geopolíticas inmediatas

El BCE, en su división de supervisión (denominada *MUS* o *SSM*, por sus siglas en inglés), realiza anualmente un proceso de revisión de las prioridades supervisoras para la banca europea en base a lo que detecta en sus ejercicios de estrés y de supervisión. En base a este proceso, establece un mapa o unas prioridades que se revisan anualmente, con un objetivo de medio plazo, que en este caso se corresponde con el ciclo 2023-2025.

En el último ejercicio, el BCE detecta que existen una gran cantidad de riesgos latentes provocados por la situación geopolítica y macroeconómica dentro de las entidades financieras, donde el *SSM* ha puesto el foco para el ciclo 2023-2025. Los riesgos asociados a la situación geopolítica y macroeconómica se han clasificado como la Prioridad 1, dentro de las tres principales que detecta para este ciclo el supervisor. Las otras dos prioridades son: 2) afrontar los retos de la digitalización y potenciar las capacidades de dirección de los órganos de administración; y 3) intensificar los esfuerzos para hacer frente al cambio climático.

Debido al impacto que está teniendo en el contexto de estabilidad financiera en otras geografías, se considera fundamental focalizar el análisis y profundizar en la Prioridad 1, es la que tiene más interés coyuntural. Como indica el *SSM* en su publicación reciente (BCE, 2023) "(...) es esencial que, en el marco de sus actividades de supervisión ordinaria, los supervisores sigan vigilando y verificando la adecuación y la solidez de las prácticas de dotación de provisiones y las posiciones de capital, así como las proyecciones y los planes de distribución de las entidades de crédito. Esto incluye la evolución de la trayectoria de las entidades de crédito hacia el cumplimiento del requisito mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities, MREL*) (...)".

En sus procedimientos de trabajo continuo, el *SSM* detecta vulnerabilidades en el sistema que son resumidas en el gráfico 1.

Dentro de las vulnerabilidades detectadas, el supervisor pone de manifiesto la necesidad de promover un fortalecimiento del ciclo de riesgo de crédito, ya iniciado desde el comienzo de la pandemia. A pesar de que la morosidad no ha mostrado una tendencia creciente con los cambios señalados con anterioridad, la evolución de dicho entorno en los últimos trimestres y, principalmente la actividad de transformación de plazos, ha manifestado una serie de riesgos que muestra la necesidad de que las entidades pongan mayores esfuerzos en un seguimiento que les permita realizar valoraciones anticipadas del riesgo de crédito asociadas a sectores con mayor exposición a los riesgos financieros descritos. En esta misma línea, se manifiesta la preocupación en el sector inmobiliario y los sistemas financieros con mayor peso de las hipotecas a tipo variable (Muellbauer, 2022), ya que, tras un período de tipos de interés en negativo, la probabilidad de infraestimar la capacidad de pago ante un cambio del entorno se incrementó.

Así pues, la paulatina subsanación de las vulnerabilidades encontradas debe derivar en una mejor clasificación de los prestatarios con problemas de pago, así como una adecuada implantación de la política de provisiones establecida en la normativa actual.

Por todo lo anterior, el *SSM* ha establecido una serie de actividades supervisoras que sirve de palanca para conseguir sus objetivos, donde la transparencia de las mismas se considera clave, ya que permite al supervisor que el sistema se vaya autoregulando.

Por otra parte, en relación al riesgo de liquidez, el supervisor observa concentraciones en las fuentes de financiación, lo que lleva a exigir a las entidades planes de diversificación plurianuales y que se adapten a los cambios existentes en las condiciones de financiación.

Aunque la posición de las entidades financieras es cómoda con unas ratios de liquidez a corto plazo

Gráfico 1

Prioridad supervisora 1: reforzar la capacidad de resistencia ante perturbaciones macrofinancieras y geopolíticas inmediatas

Riesgo de Crédito

Deficiencias en la gestión del riesgo de crédito, incluidas las exposiciones a sectores vulnerables

- Revisiones específicas de la concesión y seguimiento de préstamos.
- Revisiones específicas e inspecciones *in situ* sobre aplicación de la NIIF 9.
- Revisión de prácticas de refinanciación y reestructuración.
- Inspecciones *in situ* específicas en distribuidores de energía y/o materias primas.
- Revisión *in situ* sobre modelos IRB.
- Revisión de las emisiones de préstamos apalancados.

Riesgo de Liquidez y Planes de Financiación

Falta de diversificación de las fuentes de financiación y deficiencias en los planes de financiación

- Revisión estrategia de salida en la devolución de las *TLTRO III* (para entidades con alta dependencia de las mismas y con estructura de rentabilidad ajustada).
- Análisis de los planes de liquidez y financiación.
- Seguimiento de deficiencias y planes correctores implantados.

Fuente: BCE (2023) y elaboración propia.

(*Liquidity Coverage Ratio* o *LCR*) y a largo plazo (*Net Stable Funding Ratio* o *NSFR*) holgadas, algunas entidades aumentaron la financiación obtenida del banco central a través de las operaciones de mercado no convencionales del BCE, principalmente las *TLTRO* (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), que tenían como objetivo proveer de liquidez al sistema financiero para incentivar la concesión de crédito), reduciendo así las emisiones en mercados y, por lo tanto, reduciendo la diversificación de sus fuentes de financiación. Esto exigirá que, a las fechas establecidas para su devolución (a fecha de redacción de este artículo se ha vencido la primera ventana y principal de la misma, el pasado 28 de junio de 2023, devolviendo la banca europea 29.460 millones de euros), las entidades tengan que volver a un proceso de normalización de emisiones, cambiando las modalidades de financiación. A pesar de lo anterior, los datos de la ratio de préstamos sobre depósitos (*Loan to Deposit* o *LtD*)

del sistema no reflejan aparentemente que exista tal presión.

De igual manera, se han publicado actividades supervisoras que buscan corregir las vulnerabilidades que han sido encontradas y que principalmente se centran en el análisis de los planes de liquidez y financiación de las entidades, así como el fomento de la diversificación de las fuentes de financiación.

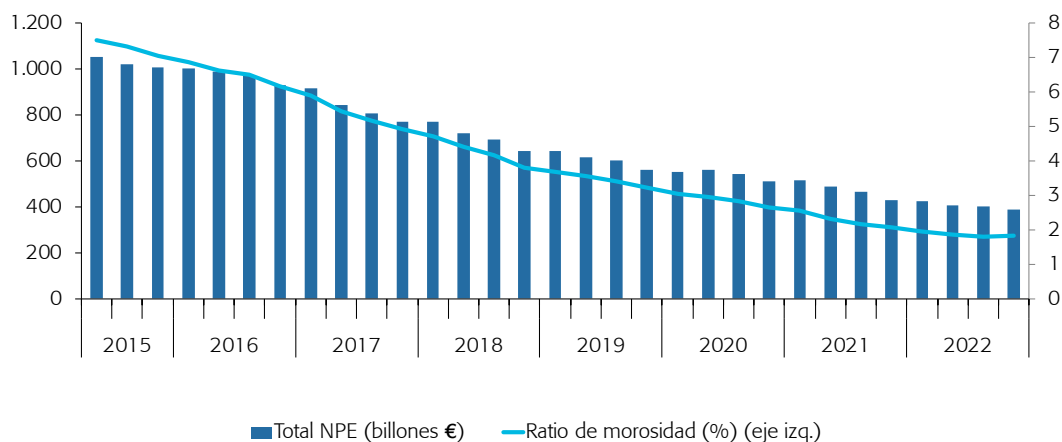
Diagnóstico de las potenciales inestabilidades del sistema financiero europeo con algunos datos

A la hora de valorar el desempeño del sistema bancario europeo con respecto al riesgo de crédito, lo primero que se debe analizar es la evolución de su tasa de morosidad. En el gráfico 2 se puede observar que la ratio de morosidad ha mantenido

Gráfico 2

Morosidad en la banca europea

(Total en billones de euros y ratio en porcentaje)



Fuente: BCE y elaboración propia.

una tendencia decreciente en los últimos años, tanto en cifras absolutas como relativas. Así pues, el sistema bancario europeo ha demostrado tener la capacidad de digerir activos problemáticos hasta más de la mitad del stock que había en el 2015, observándose un flujo neto anual importante, incluso en los peores momentos de la pandemia, tal como indica el último *Informe de Estabilidad Financiera* del BCE (BCE, 2023).

A la vista de los datos, se puede concluir que actualmente no se ha materializado un riesgo de crédito significativo. No obstante, lo importante es valorar la cantidad de activos que están dando señales de potenciales deterioros en el futuro. Del último informe de estabilidad financiera del BCE, se puede extraer que hay un “riesgo latente”, el denominado riesgo de las exposiciones en *stage 2* o en vigilancia especial, es decir, que presentan un aumento significativo del riesgo sin llegar a impagar. Ha ido en aumento desde el ejercicio 2018, principalmente en el segmento de empresas, pero también de familias. Este aumento está relacionado principalmente con el incremento de costes derivado del proceso inflacionista actual y de la fuerte subida de tipos de interés, que afecta especialmente a empresas con alto grado de endeudamiento intensificado por la pandemia. Todo esto ha motivado que el establecimiento de una de las prioridades

supervisoras del SSM, si no la principal, sea la de reforzar el ciclo de gestión de riesgo de crédito para tratar de anticipar estos riesgos, pero también para cuantificarlos y clasificarlos con el objetivo de que exista un reconocimiento real de los riesgos en los balances de las entidades financieras.

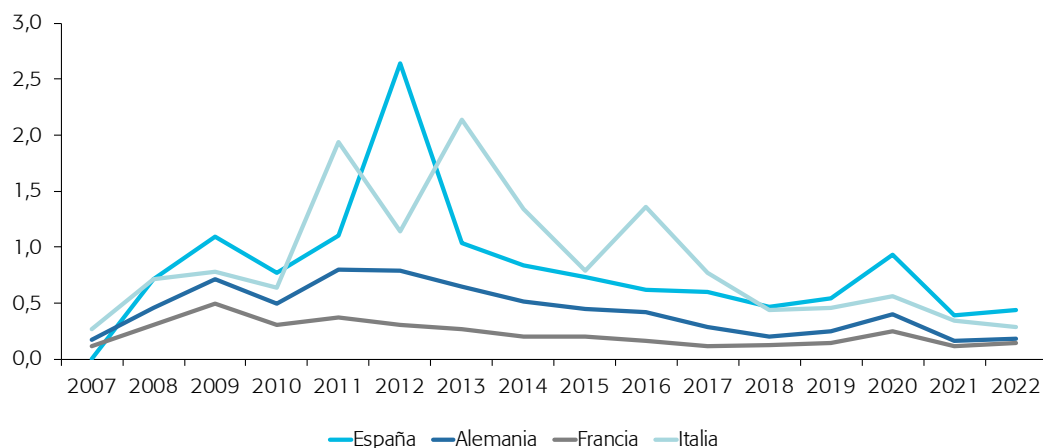
A la vista de los datos, se puede concluir que actualmente no se ha materializado un riesgo de crédito significativo.

En este sentido, lo primero que se tiene que valorar es la primera línea de defensa con la que las entidades cuentan, que es su propio modelo de negocio. Es decir, de la sostenibilidad del mismo para soportar las necesidades de provisiones que se derivaría del aumento significativo del riesgo de crédito. Con el fin de materializar esta perspectiva, el gráfico 3 muestra la evolución de las provisiones que las entidades acometen anualmente entre el total de activo. Dada la naturaleza del análisis, se toma una perspectiva agregada para principales países de la eurozona, lo que lleva a comprender la experiencia de exigencias en las cuentas de resultados derivadas de las necesidades de provisiones a lo largo

Gráfico 3

Evolución de las provisiones bancarias sobre los activos totales

(Porcentaje)



Fuente: BCE.

del tiempo, siendo destacable el periodo de la crisis financiera de 2008 y posterior crisis de deuda soberana en la zona del euro.

De los datos mostrados, se obtienen unos promedios de peso de las provisiones entre el período 2008-2014 de 1,17 % sobre activos totales medios (ATMs) para el caso de España, mientras que se reduce hasta el 0,63 % en Alemania, hasta el 0,32 % en el caso de Francia y se sitúa en el 1,24 % para Italia.

Asimismo, por el lado del riesgo de liquidez, los ratios que presentan las entidades en Europa a nivel agregado mantienen un nivel adecuado y suficiente, registrando en 2022 el sistema bancario europeo una ratio *LCR* de aproximadamente un 160 %, sin que existan grandes diferencias entre los principales sistemas bancarios, y una ratio *NSFR* del entorno del 120 %.

Analizando la estrategia de financiación de los diferentes sistemas bancarios, que se mide en este caso a través de la ratio *LtD*, las entidades han ido sustituyendo su financiación en mercado en gran medida por depósitos de clientes, tal y como se pone de manifiesto en el gráfico 4, sobre todo a partir de la época COVID-19 donde las tasas de ahorro

de las familias aumentaron significativamente (y en mayor medida que la inversión crediticia).

Respecto a la financiación obtenida a través de la *TLTRO*, su devolución no ha tenido que ser supe- ditada, hasta el momento, a una masiva emisión en mercados financieros necesaria para su devolución. Prueba de la escasa tensión en el proceso de devolución viene reflejado a través de los tipos de interés del mercado de refinanciaciones a corto plazo (*repo*) y del mercado interbancario, en donde no ha habido tensiones.

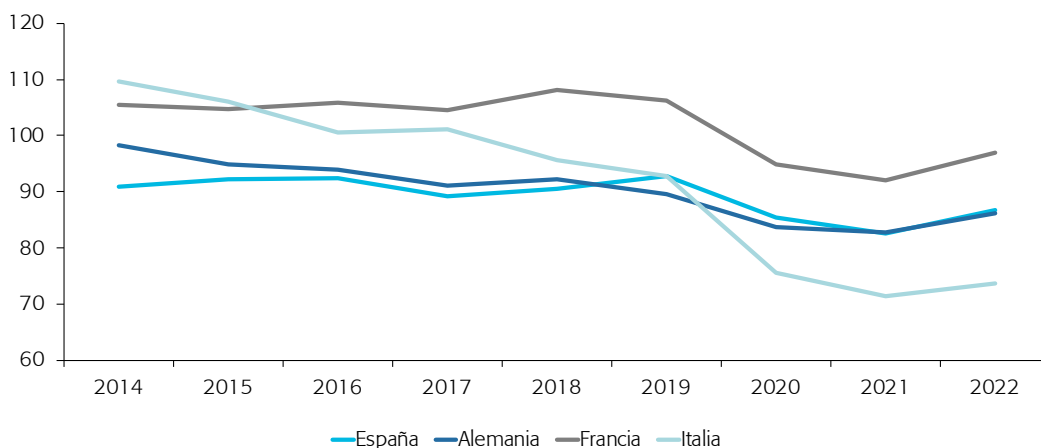
Se puede concluir que, desde la óptica agregada, el sistema bancario europeo no muestra síntomas de potenciales problemas de liquidez y de financiación.

Por lo tanto, y a la vista de los datos expuestos, se puede concluir que, desde la óptica agregada, el sistema bancario europeo no muestra síntomas de potenciales problemas de liquidez y de financiación, destacando el hecho de que las fuentes de financiación se estén adaptando de forma natural al cambio

Gráfico 4

Ratio “créditos/depósitos” en la banca europea

(Porcentaje)



Fuente: BCE y elaboración propia.

de política monetaria, como se aprecia en el caso de la devolución de las *TLTRO III*.

Conclusión

No cabe duda de que el actual entorno supone todo un reto para los agentes económicos, sin que el sistema bancario suponga una excepción. Este artículo analiza, dentro del marco de la prioridad número uno que ha expuesto el BCE en su análisis de riesgos macroprudenciales, en qué situación se encuentra el sistema bancario europeo. Debido a los recientes episodios de inestabilidad financiera procedentes de Estados Unidos y de Suiza, donde varios bancos han presentado problemas de balance y han tenido que ser intervenidos y/o adquiridos por otras entidades, la banca europea presenta una situación de fortaleza en su cuenta de resultados y su balance. No cabe duda de que este hecho viene dado, en gran parte, por la intensa actividad de regulación y supervisión realizada por las autoridades europeas, cuyo interés radica en evitar episodios similares a los acontecidos en otras geografías.

Sin menoscabo de lo anterior, la evolución del entorno lleva a manifestar que las entidades deberán

seguir trabajando en el desarrollo de sus modelos de negocio con una visión clara hacia la rentabilidad ajustada al riesgo, donde un entorno de tipos altos favorece el negocio de transformación de plazos.

Por otro lado, es inevitable que las entidades deban enfrentarse a cambios en el entorno de regulación del *LCR* y *NSFR*. De hecho, la reciente experiencia ha demostrado que dichas métricas, a pesar de ser holgadas y suficientes, no contemplan la concentración de cada una de las rúbricas de financiación, lo que podría tener un impacto en los porcentajes de volatilidad de saldos regulatoriamente establecidos.

Finalmente, el foco deberá orientarse a fortalecer sus respectivos ejercicios de autoevaluación del capital y de la liquidez (*ICAAP* y *ILAAP*), ya que ayudarán a mejorar el dialogo supervisor, más si cabe si se asumen nuevos cambios regulatorios con respecto a las métricas de liquidez, además de demostrar que el modelo de negocio desarrollado es viable y sostenible en el tiempo para afrontar diferentes escenarios de tensión, demostrando que no existen tensiones en la planificación de capital que impidan el normal desarrollo de su actividad bancaria y el correcto funcionamiento del canal crediticio. Para esto último, el ECB recientemente ha publicado en

su periódico boletín de supervisión un nuevo marco de tolerancia al riesgo (*RAF*) que permitirá un mejor enfoque de las prioridades supervisoras, esto se traduce en la aplicación de un mayor grado de flexibilidad por parte de las autoridades supervisoras asignando prioridades mayores a los riesgos más relevantes en función de las evaluaciones que vayan realizando.

Referencias

- BANCO CENTRAL EUROPEO. (2023a). Supervision Newsletter. August 2023.
- BANCO CENTRAL EUROPEO. (2023b). *Financial Stability Review*, May 2023.
- BANCO CENTRAL EUROPEO. (2023c): Prioridades supervisoras y evaluación de los riesgos y las vulnerabilidades. https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/priorities/html/ssm.supervisory_priorities202212~3a1e609cf8.es.html
- BANCO DE ESPAÑA. (2023a). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*. Primer semestre de 2023.
- BANCO DE ESPAÑA. (2023b). *Informe de Estabilidad Financiera*. Primavera de 2023.
- BLANCO, R., MAYORDOMO, S. (2023): Evidencia sobre el alcance de los programas de garantías públicas y de ayudas directas a las empresas españolas implementados durante la crisis del COVID-19. *Documentos Ocasionales del Banco de España*, 2317.
- BLANCO, R., MAYORDOMO, S., MENÉNDEZ, A. y MULINO, M. (2021). El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas. *Documentos Ocasionales del Banco de España*, 2119.
- LAGARDE, C. (2023). Acabar con la persistencia de la inflación, Discurso pronunciado por Christine Lagarde, presidenta del BCE, en el *Foro del BCE sobre Banca Central 2023 sobre «Estabilización macroeconómica en un entorno de inflación volátil»*, celebrado en Sintra, Portugal. Sintra, 27 de junio de 2023.
- MUELLBAUER, J. (2022). Real Estate Booms and Busts: Implications for Monetary and Macprudential Policy in Europe. *ECB Forum on Central Banking*, 27-29 June 2022.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo			Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)	
				Total	Construcción	Equipo y otros productos					
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales											
2016	3,0	2,7	1,0	2,4	1,6	3,1	5,4	2,6	2,0	1,0	
2017	3,0	3,0	1,0	6,8	6,7	6,9	5,5	6,8	3,1	-0,2	
2018	2,3	1,7	2,3	6,3	9,5	3,4	1,7	3,9	2,9	-0,6	
2019	2,0	1,1	1,9	4,5	7,2	1,8	2,2	1,3	1,6	0,4	
2020	-11,2	-12,3	3,6	-9,0	-9,2	-8,8	-20,1	-15,0	-9,0	-2,2	
2021	6,4	7,1	3,4	2,8	0,4	5,2	13,5	14,9	6,6	-0,2	
2022	5,8	4,7	-0,2	2,4	2,6	2,2	15,2	7,0	2,9	2,9	
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	6,8	6,6	0,0	2,8	1,1	4,6	18,0	12,2	4,8	2,0
	II	7,2	4,9	-1,7	3,1	4,3	2,0	21,9	9,8	3,1	4,1
	III	5,4	5,3	-0,6	4,0	3,7	4,3	12,9	6,5	3,0	2,3
	IV	3,8	2,1	1,6	-0,4	1,2	-2,2	8,7	0,1	0,8	3,1
2023	I	4,2	2,6	1,2	0,0	3,5	-3,6	9,6	1,9	1,3	2,9
	II	2,2	2,2	4,1	2,0	4,1	-0,4	-0,8	-0,4	2,3	-0,1
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales											
2022	I	0,3	-0,1	-0,2	2,7	-0,7	6,3	3,7	2,2	-0,3	0,6
	II	2,5	1,4	-1,3	0,0	3,0	-3,1	6,9	0,2	0,0	2,5
	III	0,5	2,5	1,4	0,7	-0,3	1,7	-2,6	-0,7	1,3	-0,8
	IV	0,5	-1,5	1,6	-3,6	-0,7	-6,6	0,6	-1,6	-0,3	0,8
2023	I	0,6	0,3	-0,5	3,1	1,6	4,8	4,6	4,1	0,2	0,4
	II	0,5	1,0	1,6	1,9	3,6	0,1	-3,2	-2,1	1,0	-0,5
	Precios corrientes (MM euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes									
2016	1.114	58,2	19,1	18,0	8,6	9,4	33,9	29,9	96,0	4,0	
2017	1.162	58,3	18,7	18,7	9,0	9,7	35,1	31,5	96,4	3,6	
2018	1.204	58,1	18,7	19,4	9,7	9,7	35,1	32,4	97,3	2,7	
2019	1.246	57,4	18,9	20,0	10,4	9,7	34,9	32,0	97,1	2,9	
2020	1.119	56,1	22,0	20,4	10,5	9,9	30,8	29,3	98,6	1,4	
2021	1.222	56,2	21,2	20,1	10,3	9,8	34,2	33,2	99,0	1,0	
2022	1.346	56,9	20,4	20,1	10,5	9,5	40,9	39,7	98,8	1,2	
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

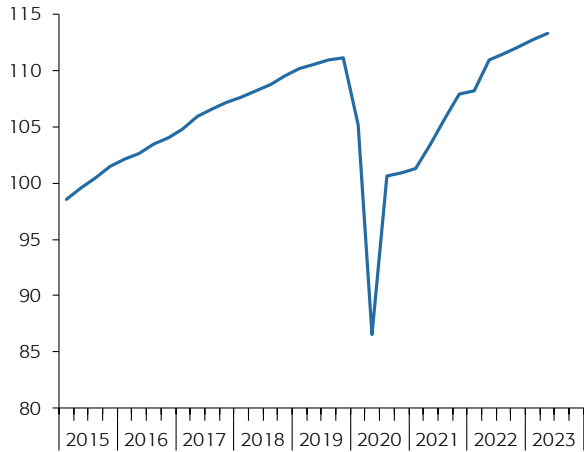


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB

Puntos porcentuales

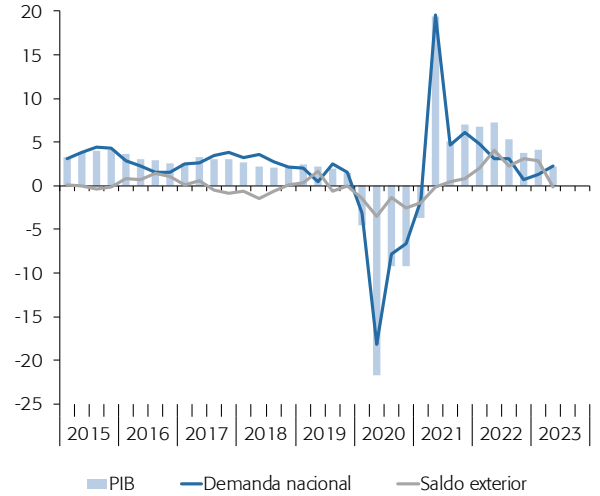


Gráfico 1.3.- Consumo final

Nivel 2015=100

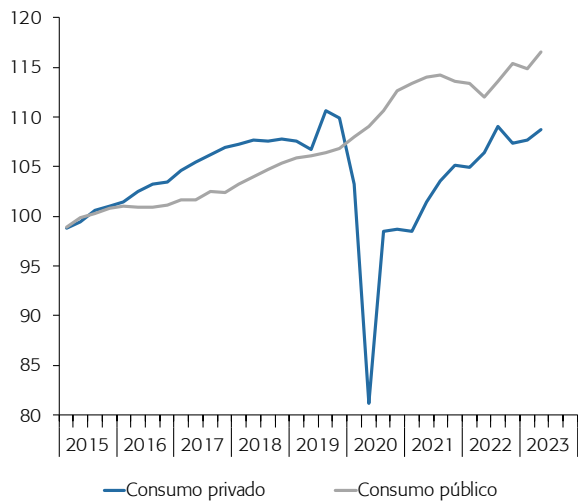
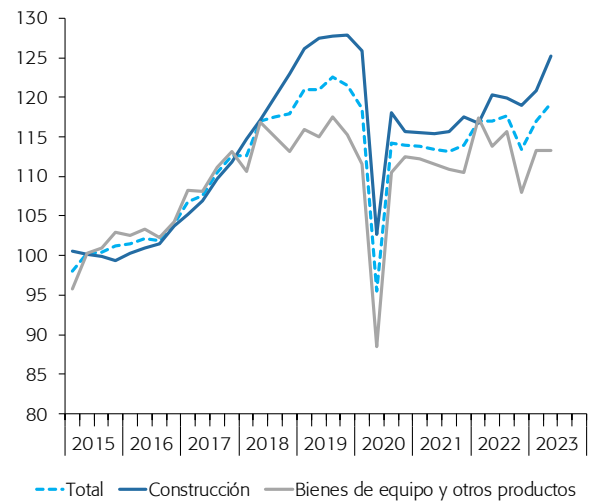


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo

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		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales										
2016	2,8	4,8	4,1	2,3	3,9	2,4	1,4	2,7	5,2	
2017	3,1	-3,7	4,0	5,7	2,0	3,3	2,5	3,5	1,9	
2018	2,3	7,5	0,0	-1,1	2,3	2,6	1,6	2,9	2,1	
2019	2,1	-5,9	1,5	0,5	4,3	2,3	1,5	2,6	1,0	
2020	-11,1	1,1	-11,2	-15,1	-14,6	-11,2	-1,7	-14,2	-12,1	
2021	6,1	4,2	5,4	13,1	-1,0	6,8	1,2	8,9	10,0	
2022	5,9	-19,8	2,6	4,4	3,2	8,0	-0,2	10,8	4,1	
2023 (a)	3,5	-4,7	2,7	3,8	3,1	4,0	2,8	4,4	-0,3	
2021	III	4,8	6,1	-0,5	7,6	-6,2	6,8	0,8	9,0	8,8
	IV	6,7	-2,1	0,6	6,2	-1,1	9,0	-1,7	13,0	10,2
2022	I	6,6	-12,2	1,6	6,5	0,6	9,0	-0,9	12,5	8,8
	II	7,3	-20,7	3,6	6,0	4,8	9,5	-1,7	13,5	6,1
	III	5,6	-26,9	3,2	3,1	4,7	7,6	-0,3	10,2	2,6
	IV	4,3	-19,3	1,8	2,4	2,7	5,9	2,0	7,1	-0,7
2023	I	4,6	-7,4	4,4	5,3	4,0	5,1	2,7	5,8	0,1
	II	2,5	-1,9	1,1	2,3	2,2	3,0	3,0	3,0	-0,8
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales										
2021	III	2,4	0,0	0,3	2,9	0,5	3,1	-0,6	4,4	1,4
	IV	2,0	-3,4	2,4	1,8	2,2	2,1	-0,1	2,9	1,8
2022	I	0,2	-10,9	-1,2	-0,6	-0,7	1,0	-2,4	2,1	0,8
	II	2,6	-7,9	2,1	1,8	2,7	3,0	1,4	3,5	1,9
	III	0,8	-7,8	-0,1	0,1	0,4	1,3	0,9	1,4	-1,9
	IV	0,7	6,6	1,0	1,1	0,3	0,5	2,2	0,0	-1,4
2023	I	0,5	2,3	1,3	2,1	0,5	0,3	-1,7	0,9	1,6
	II	0,5	-2,4	-1,2	-1,0	0,9	0,9	1,7	0,7	1,0
	Precios corrientes (MM euros)	Porcentaje del VAB a precios básicos								
2016	1.011	3,1	16,2	12,4	5,9	74,9	18,4	56,5	10,2	
2017	1.054	3,1	16,2	12,5	5,9	74,8	18,1	56,7	10,3	
2018	1.089	3,0	16,0	12,2	5,9	75,0	18,1	56,9	10,5	
2019	1.130	2,7	15,8	12,0	6,3	75,2	18,2	57,0	10,3	
2020	1.021	3,1	16,1	12,0	6,0	74,9	20,2	54,6	9,6	
2021	1.106	3,0	16,8	12,5	5,7	74,5	19,1	55,4	10,5	
2022	1.226	2,6	17,4	12,5	5,4	74,6	17,8	56,8	9,9	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Variación de los datos disponibles respecto al mismo periodo del año anterior.

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector
Nivel 2015=100

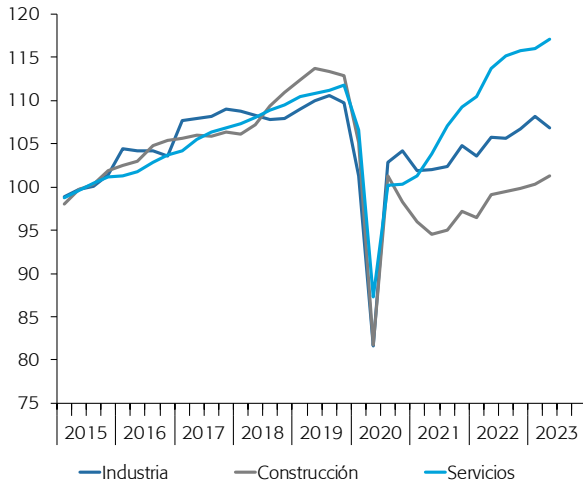


Gráfico 2.2.- VAB, industria
Nivel 2015=100

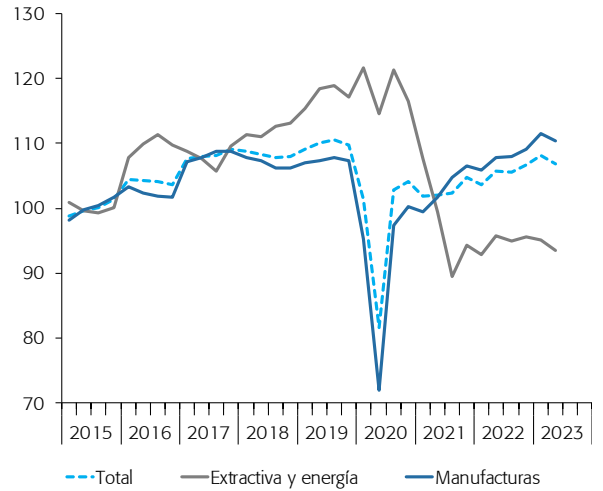


Gráfico 2.3.- VAB, servicios
Nivel 2015=100

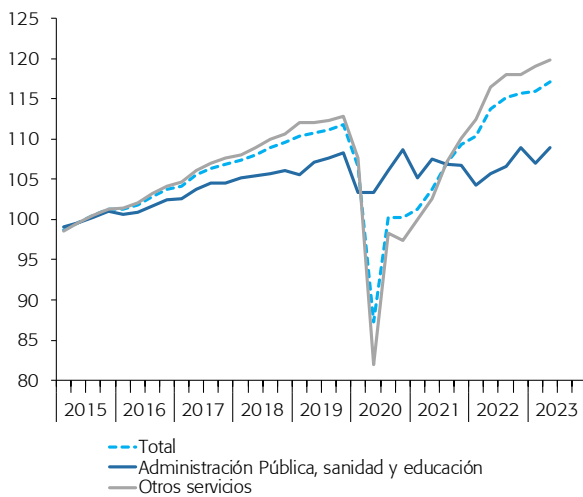
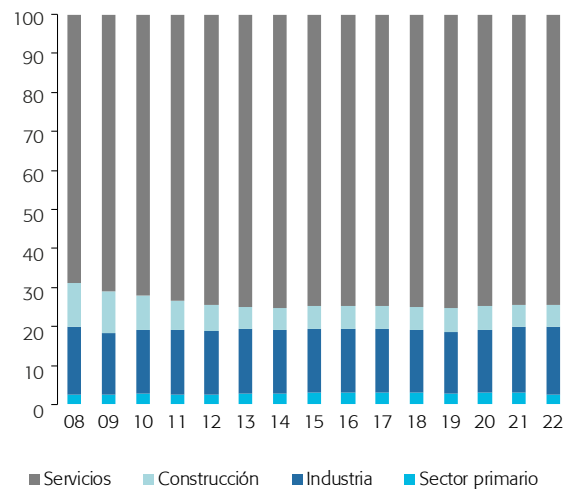


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
Índices, 2015 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
2016	103,0	102,8	100,2	99,4	99,2	98,8	102,3	103,5	98,9	100,1	101,3	100,5
2017	106,1	105,8	100,3	100,1	99,8	98,2	108,1	106,6	101,4	101,5	100,1	100,1
2018	108,5	108,1	100,4	102,0	101,6	98,7	106,9	108,7	98,3	102,7	104,5	102,4
2019	110,7	111,7	99,1	104,5	105,5	101,0	107,4	110,6	97,1	104,3	107,4	103,3
2020	98,3	104,5	94,1	107,4	114,1	108,1	91,2	104,8	87,0	107,6	123,7	111,7
2021	104,6	111,9	93,5	107,8	115,3	106,4	103,1	108,6	95,0	108,3	114,0	103,6
2022	110,7	116,0	95,4	110,9	116,3	103,1	107,7	111,5	96,6	110,2	114,2	97,5
2023	113,1	117,4	96,3	115,4	119,7	101,3	--	--	--	--	--	--
2024	114,9	118,6	96,9	119,4	123,2	100,8	--	--	--	--	--	--
2021 III	105,8	113,9	92,9	108,3	116,7	107,9	104,7	108,2	96,8	111,3	115,0	104,6
IV	107,9	115,0	93,8	108,5	115,6	104,2	106,5	110,7	96,2	110,0	114,3	104,1
2022 I	108,2	114,9	94,2	108,9	115,7	103,6	105,9	109,0	97,2	106,1	109,2	96,4
II	110,9	114,8	96,6	109,5	113,3	101,6	107,8	112,5	95,9	107,4	112,0	97,4
III	111,5	117,1	95,2	112,2	117,8	104,9	107,9	111,8	96,5	113,5	117,6	99,1
IV	112,0	117,3	95,5	113,1	118,4	102,1	109,1	112,8	96,7	113,9	117,7	97,0
2023 I	112,7	117,7	95,8	115,5	120,6	101,4	111,5	112,6	98,9	111,4	112,6	90,0
II	113,3	118,3	95,8	115,4	120,4	101,5	110,3	112,4	98,2	113,1	115,1	94,3
Tasas de crecimiento interanuales												
2016	3,0	2,8	0,2	-0,6	-0,8	-1,2	2,3	3,5	-1,1	0,1	1,3	0,5
2017	3,0	2,9	0,1	0,7	0,6	-0,7	5,7	3,0	2,6	1,4	-1,1	-0,4
2018	2,3	2,2	0,1	1,9	1,8	0,6	-1,1	2,0	-3,1	1,1	4,3	2,3
2019	2,0	3,3	-1,3	2,5	3,8	2,4	0,5	1,7	-1,2	1,6	2,8	0,8
2020	-11,2	-6,5	-5,0	2,8	8,2	7,0	-15,1	-5,2	-10,4	3,1	15,2	8,1
2021	6,4	7,1	-0,6	0,4	1,1	-1,5	13,1	3,6	9,2	0,7	-7,8	-7,2
2022	5,8	3,7	2,0	2,9	0,9	-3,1	4,4	2,7	1,7	1,8	0,1	-5,9
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 III	5,1	7,0	-1,8	0,8	2,6	0,0	7,6	3,3	4,1	2,1	-1,9	-0,7
IV	7,0	6,5	0,4	1,0	0,6	-3,4	6,2	3,6	2,5	0,6	-1,9	-1,7
2022 I	6,8	5,3	1,5	1,1	-0,3	-4,1	6,5	2,0	4,4	0,8	-3,4	-5,0
II	7,2	5,0	2,1	2,5	0,3	-3,8	6,0	3,6	2,3	0,7	-1,5	-6,6
III	5,4	2,8	2,5	3,5	1,0	-2,7	3,1	3,3	-0,2	2,0	2,2	-5,3
IV	3,8	2,0	1,8	4,3	2,4	-2,0	2,4	1,9	0,5	3,5	3,0	-6,8
2023 I	4,2	2,4	1,7	6,0	4,3	-2,2	5,3	3,4	1,8	5,1	3,2	-6,7
II	2,2	3,0	-0,8	5,4	6,2	-0,2	2,3	-0,1	2,4	5,3	2,8	-3,1

(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

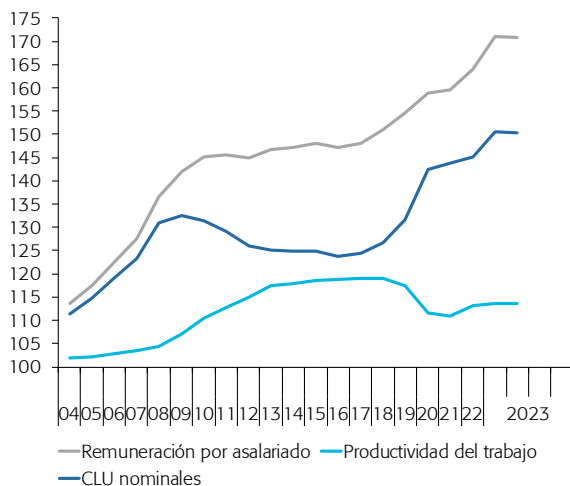
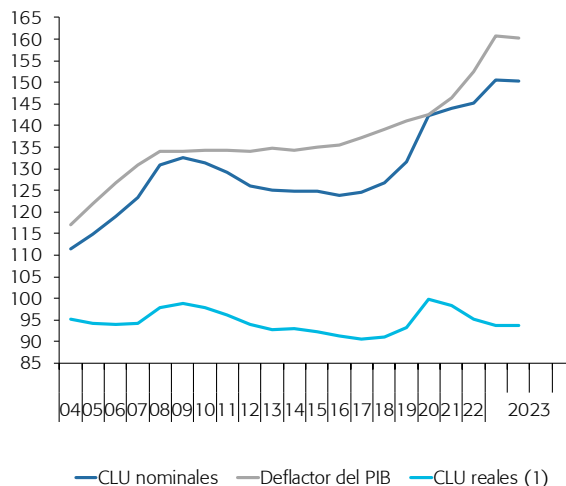


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados por el deflactor industrial.

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

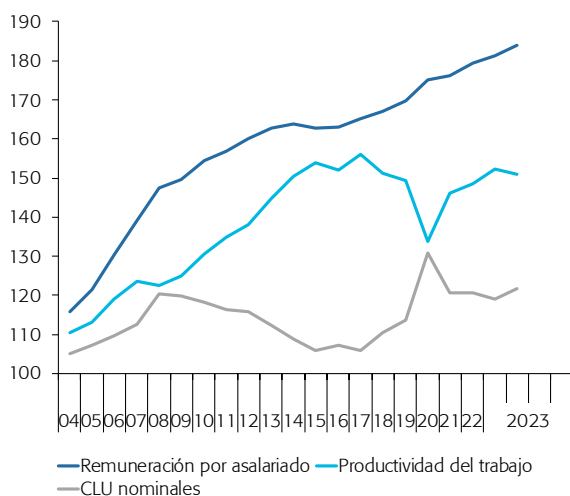
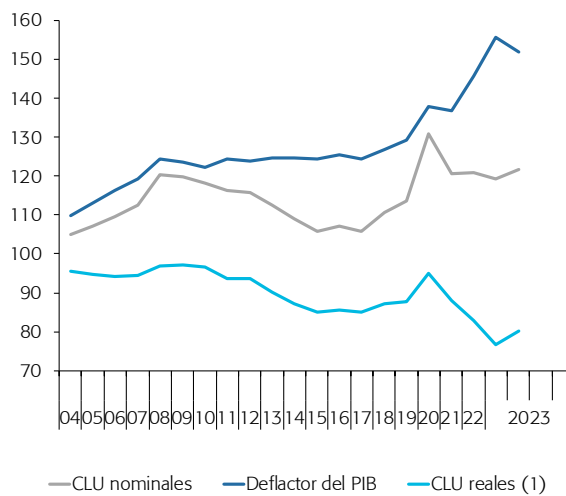


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

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

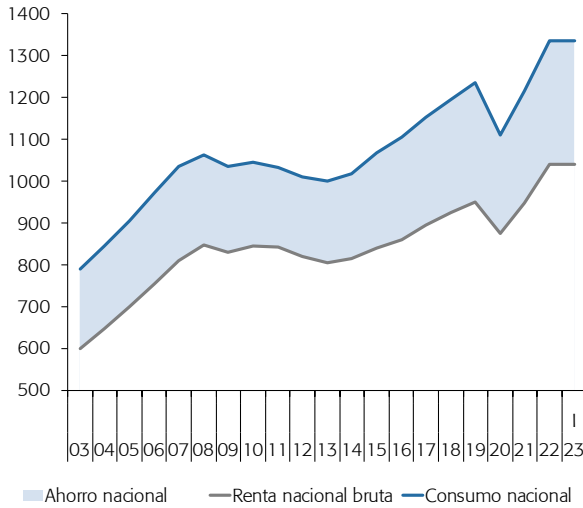
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) 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	244,3	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	546,1	531,6	1.193,8	924,8	269,0	246,4	45,4	44,2	22,3	20,5	1,9	2,4
2019	1.245,5	580,2	537,7	1.235,1	949,5	285,7	259,4	46,6	43,2	22,9	20,8	2,1	2,4
2020	1.119,0	560,7	456,4	1.109,5	873,9	235,7	229,1	50,1	40,8	21,1	20,5	0,6	1,0
2021	1.222,3	599,4	496,5	1.215,9	946,6	269,2	263,9	49,0	40,6	22,0	21,6	0,4	1,3
2022	1.346,4	643,0	571,4	1.335,4	1.040,8	294,6	289,2	47,8	42,4	21,9	21,5	0,4	1,3
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 III	1.189,3	588,7	479,4	1.181,3	925,3	256,0	250,8	49,5	40,3	21,5	21,1	0,4	1,5
IV	1.222,3	599,4	496,5	1.215,9	946,6	269,2	263,9	49,0	40,6	22,0	21,6	0,4	1,3
2022 I	1.254,5	610,1	511,2	1.249,6	970,7	278,9	271,2	48,6	40,7	22,2	21,6	0,6	1,0
II	1.289,9	622,4	529,5	1.282,0	995,2	286,8	279,0	48,3	41,1	22,2	21,6	0,6	1,1
III	1.318,9	632,3	547,4	1.311,2	1.022,3	288,9	285,0	47,9	41,5	21,9	21,6	0,3	1,0
IV	1.346,4	643,0	571,4	1.335,4	1.040,8	294,6	289,2	47,8	42,4	21,9	21,5	0,4	1,3
2023 I	1.382,3	657,0	592,9	1.368,9	1.058,3	310,6	291,5	47,5	42,9	22,5	21,1	1,4	2,4
II	1.411,4	670,6	606,3	--	1.075,1	--	294,2	47,5	43,0	--	20,8	--	--
	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	4,3	2,4	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	-3,4	-15,1	-10,2	-8,0	-17,5	-11,7	3,5	-2,4	-1,9	-0,4	-1,5	-1,4
2021	9,2	6,9	8,8	9,6	8,3	14,3	15,2	-1,1	-0,2	1,0	1,1	-0,2	0,3
2022	10,2	7,3	15,1	9,8	10,0	9,4	9,6	-1,3	1,8	-0,1	-0,1	0,0	0,0
2023	5,5	2,0	8,3	5,4	3,1	13,5	1,8	-1,6	1,1	1,7	-0,8	2,4	2,1
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 III	3,9	4,4	0,8	4,2	4,0	4,9	6,6	0,2	-1,3	0,2	0,5	-0,3	0,3
IV	9,2	6,9	8,8	9,6	8,3	14,3	15,2	-1,1	-0,2	1,0	1,1	-0,2	0,3
2022 I	12,6	8,9	12,8	13,2	11,4	19,9	17,8	-1,7	0,1	1,4	1,0	0,4	0,0
II	10,5	7,7	11,6	10,8	9,4	15,8	14,7	-1,3	0,4	1,0	0,8	0,2	0,0
III	10,9	7,4	14,2	11,0	10,5	12,9	13,7	-1,6	1,2	0,4	0,5	-0,1	-0,4
IV	10,2	7,3	15,1	9,8	10,0	9,4	9,6	-1,3	1,8	-0,1	-0,1	0,0	0,0
2023 I	10,2	7,7	16,0	9,5	9,0	11,4	7,5	-1,1	2,1	0,2	-0,5	0,8	1,3
II	9,4	7,7	14,5	--	8,0	--	5,5	-0,7	1,9	--	-0,8	--	--

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

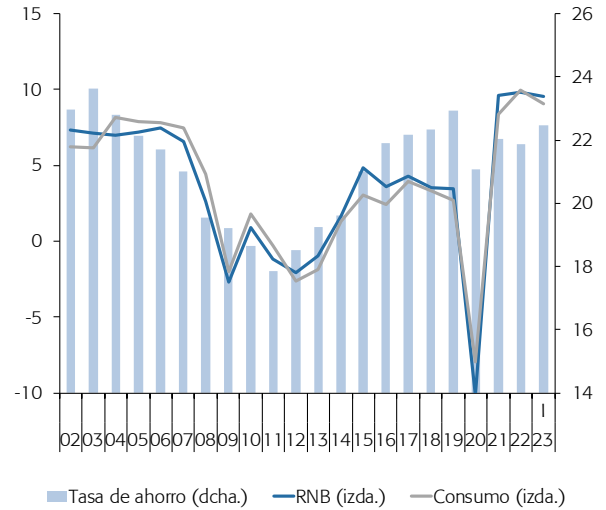
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

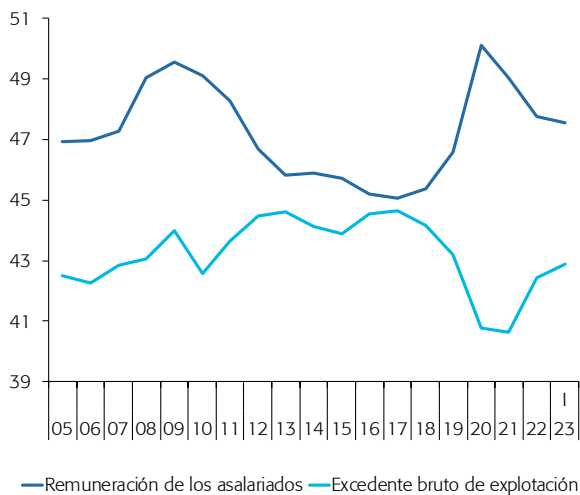
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

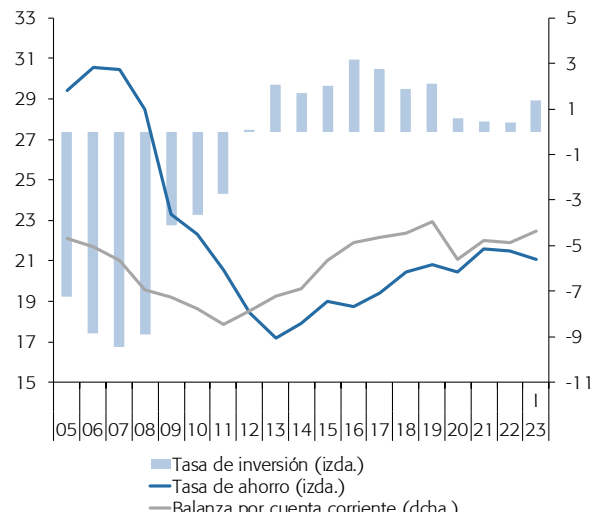
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

**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

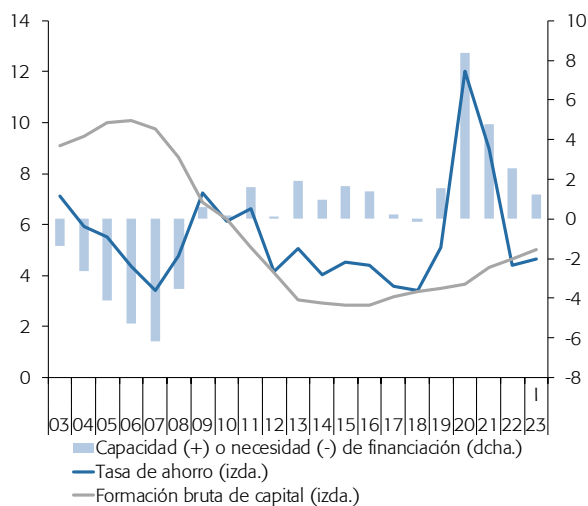
Previsiones en azul

	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
II	805,5	725,6	77,8	63,9	9,7	5,0	1,2	261,2	178,4	160,3	14,0	12,6	2,1
III	808,6	746,2	60,1	63,9	7,4	4,9	-0,2	277,1	192,7	168,1	14,8	12,9	2,5
IV	817,5	756,9	58,5	59,3	7,2	4,5	-0,1	294,1	209,1	171,4	15,8	12,9	3,4
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
II	3,7	11,5	-36,2	44,0	-6,1	1,2	-5,4	17,1	16,8	2,5	0,8	-0,9	2,0
III	3,7	13,1	-48,9	40,2	-7,6	1,0	-6,4	23,7	23,8	8,1	1,6	-0,3	2,0
IV	3,6	11,5	-46,0	13,7	-6,6	0,1	-4,9	24,3	28,2	6,3	2,2	-0,4	2,6
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

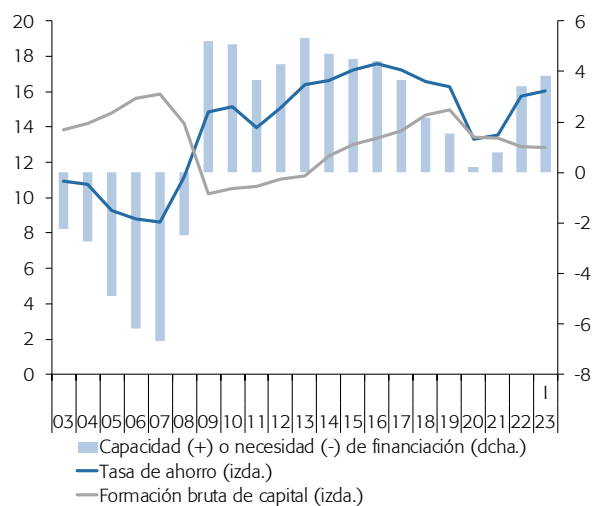
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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	
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
2016	128,9	110,0	135,6	50,9	425,3	121,5	59,2	30,7	203,0	30,3	28,4	473,2	-47,9
2017	135,1	116,9	142,4	49,6	444,0	123,5	60,5	29,3	207,4	31,5	28,1	480,3	-36,2
2018	141,2	127,3	149,5	54,2	472,1	127,7	62,6	29,3	216,6	37,4	29,8	503,4	-31,2
2019	143,0	129,1	160,7	55,7	488,5	134,8	65,2	28,4	229,6	37,2	31,6	526,7	-38,1
2020	126,7	125,3	162,2	53,3	467,6	140,6	67,0	25,1	262,2	44,3	41,5	580,8	-113,2
2021	146,7	143,4	171,7	66,2	527,9	147,6	71,8	26,1	263,6	59,9	42,0	610,9	-82,9
2022	160,2	164,6	180,0	65,8	570,5	153,8	78,7	31,6	266,9	52,6	50,7	634,3	-63,8
2023	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
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres													
2016	11,6	9,9	12,2	4,6	38,2	10,9	5,3	2,8	18,2	2,7	2,6	42,5	-4,3
2017	11,6	10,1	12,3	4,3	38,2	10,6	5,2	2,5	17,8	2,7	2,4	41,3	-3,1
2018	11,7	10,6	12,4	4,5	39,2	10,6	5,2	2,4	18,0	3,1	2,5	41,8	-2,6
2019	11,5	10,4	12,9	4,5	39,2	10,8	5,2	2,3	18,4	3,0	2,5	42,3	-3,1
2020	11,3	11,2	14,5	4,8	41,8	12,6	6,0	2,2	23,4	4,0	3,7	51,9	-10,1
2021	12,0	11,7	14,0	5,4	43,2	12,1	5,9	2,1	21,6	4,9	3,4	50,0	-6,8
2022	11,9	12,2	13,4	4,9	42,4	11,4	5,8	2,3	19,8	3,9	3,8	47,1	-4,7
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	11,7	11,3	14,3	4,8	42,1	12,4	6,0	2,2	22,3	4,0	3,4	50,4	-8,3
III	12,0	11,2	14,3	5,2	42,6	12,3	5,9	2,1	22,0	4,5	3,4	50,2	-7,6
IV	12,0	11,7	14,0	5,4	43,2	12,1	5,9	2,1	21,6	4,9	3,4	50,0	-6,8
2022 I	12,2	11,7	13,8	5,3	43,0	11,9	5,9	2,1	21,0	4,4	3,3	48,5	-5,4
II	12,3	11,8	13,6	5,3	42,9	11,6	5,8	2,2	20,4	4,4	3,3	47,7	-4,8
III	12,2	12,2	13,5	5,1	43,0	11,5	5,8	2,2	20,1	4,0	3,5	47,1	-4,1
IV	11,9	12,2	13,4	4,9	42,4	11,4	5,8	2,3	19,8	3,9	3,8	47,1	-4,7
2023 I	11,7	12,1	13,3	5,0	42,1	11,3	5,8	2,3	19,6	3,8	3,6	46,5	-4,3

Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

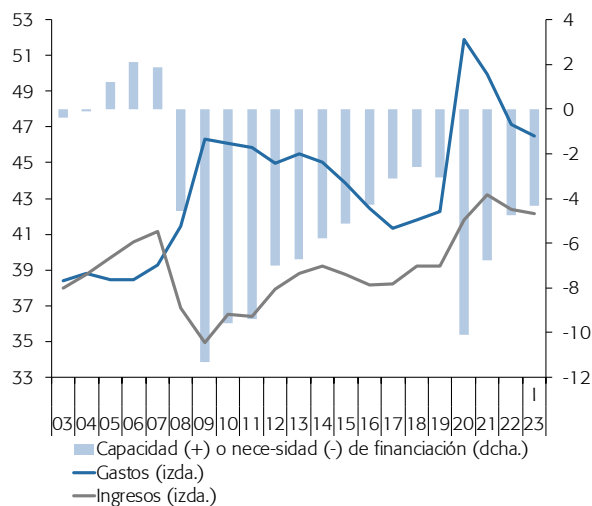
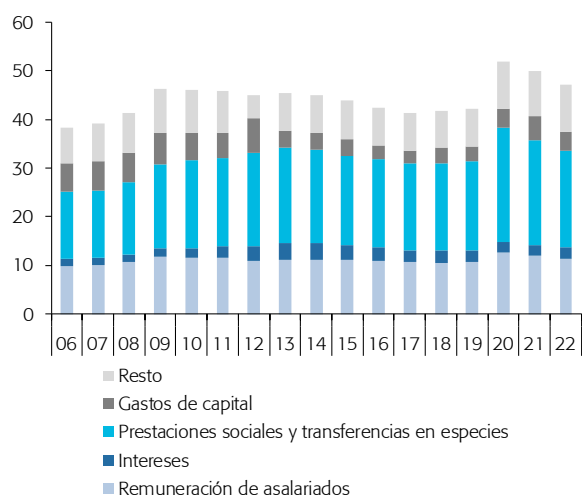


Gráfico 6.2.- Sector público: principales gastos

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 7

Déficit y deuda de las AA. PP. por nivel de gobierno

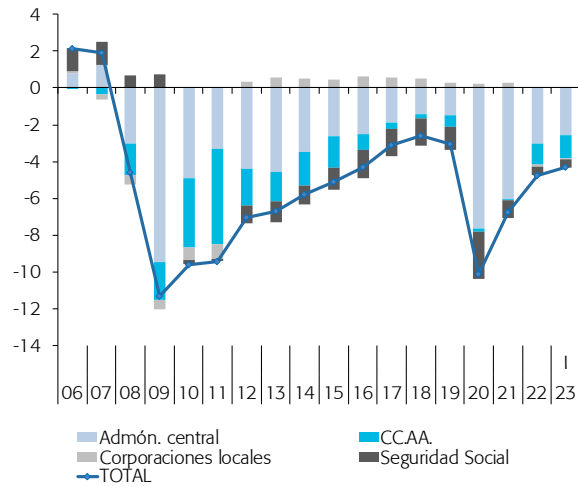
Previsiones en azul

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación					Deuda					
	Admón. central	CC. AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA. PP.	Admón. central	CC. AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA. PP. consolidado	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo					
2016	-28,0	-9,5	7,0	-17,4	-47,9	1.008,9	277,0	32,2	17,2	1.145,1	
2017	-22,0	-4,2	6,7	-16,8	-36,2	1.049,8	288,1	29,0	27,4	1.183,4	
2018	-17,0	-3,3	6,3	-17,3	-31,2	1.082,8	293,4	25,8	41,2	1.208,9	
2019	-18,8	-7,3	3,8	-15,9	-38,1	1.095,8	295,1	23,2	55,0	1.223,4	
2020	-85,7	-2,0	2,8	-28,3	-113,2	1.206,6	304,0	22,0	85,4	1.345,8	
2021	-73,7	-0,6	3,5	-12,0	-82,9	1.280,0	312,6	22,1	97,2	1.427,2	
2022	-41,1	-15,1	-1,6	-6,0	-63,8	1.358,8	316,9	23,0	106,2	1.502,5	
2023	--	--	--	--	-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
		Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
2016		-2,5	-0,9	0,6	-1,6	-4,3	90,5	24,9	2,9	1,5	102,7
2017		-1,9	-0,4	0,6	-1,4	-3,1	90,3	24,8	2,5	2,4	101,8
2018		-1,4	-0,3	0,5	-1,4	-2,6	89,9	24,4	2,1	3,4	100,4
2019		-1,5	-0,6	0,3	-1,3	-3,1	88,0	23,7	1,9	4,4	98,2
2020		-7,7	-0,2	0,2	-2,5	-10,1	107,8	27,2	2,0	7,6	120,3
2021		-6,0	-0,1	0,3	-1,0	-6,8	104,7	25,6	1,8	8,0	116,8
2022		-3,0	-1,1	-0,1	-0,4	-4,7	100,9	23,5	1,7	7,9	111,6
2023		--	--	--	--	-4,3	--	--	--	--	110,0
2024		--	--	--	--	-3,7	--	--	--	--	108,4
2021	II	-6,4	-0,3	0,3	-1,9	-8,3	109,1	26,7	1,9	7,9	122,1
	III	-7,2	0,4	0,3	-1,1	-7,6	107,7	26,3	1,9	7,7	120,4
	IV	-6,0	-0,1	0,3	-1,0	-6,8	104,7	25,6	1,8	8,0	116,8
2022	I	-5,0	0,3	0,2	-0,9	-5,4	104,2	24,7	1,8	7,9	115,9
	II	-4,6	0,0	0,2	-0,3	-4,8	102,8	24,5	1,8	7,7	114,4
	III	-2,5	-1,1	-0,1	-0,4	-4,1	103,0	23,9	1,7	7,5	114,0
	IV	-3,0	-1,1	-0,1	-0,4	-4,7	100,9	23,5	1,7	7,9	111,6
2023	I	-2,6	-1,3	0,0	-0,4	-4,3	100,4	23,3	1,7	7,7	111,1

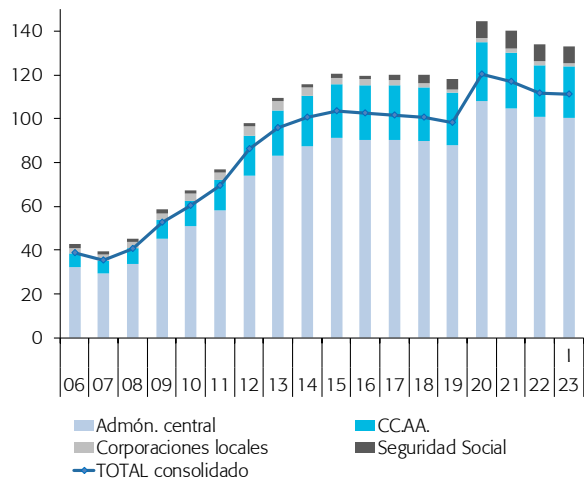
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

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	
														CVE
1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13		
Millones								Porcentaje						
2016	38,5	22,8	--	18,3	--	4,5	--	59,2	47,6	19,6	44,4	18,7	26,6	
2017	38,7	22,7	--	18,8	--	3,9	--	58,8	48,7	17,2	38,6	16,3	23,8	
2018	38,9	22,8	--	19,3	--	3,5	--	58,6	49,7	15,2	34,3	14,3	21,9	
2019	39,3	23,0	--	19,8	--	3,2	--	58,6	50,4	14,1	32,5	13,2	20,1	
2020	39,6	22,7	--	19,2	--	3,5	--	57,4	48,5	15,5	38,3	14,1	24,6	
2021	39,7	23,2	--	19,8	--	3,4	--	58,5	49,9	14,8	34,9	13,5	23,1	
2022	39,9	23,4	--	20,4	--	3,0	--	58,6	51,1	12,9	29,7	11,9	19,3	
2023	40,1	23,5	--	20,6	--	2,9	--	58,6	51,4	12,3	--	--	--	
2024	40,2	23,6	--	20,8	--	2,8	--	58,6	51,7	11,9	--	--	--	
2021	III	39,6	23,4	23,3	20,0	19,9	3,4	3,4	58,8	50,2	14,7	31,8	13,5	21,7
	IV	39,7	23,3	23,3	20,2	20,2	3,1	3,1	58,6	50,8	13,4	30,8	12,2	20,9
2022	I	39,8	23,3	23,4	20,1	20,3	3,2	3,1	58,8	51,1	13,2	29,4	12,5	21,3
	II	39,8	23,4	23,4	20,5	20,4	2,9	3,0	58,7	51,2	12,7	29,1	11,5	18,9
	III	40,0	23,5	23,4	20,5	20,4	3,0	3,0	58,6	51,1	12,8	31,0	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	29,3	11,9	18,6
2023	I	40,3	23,6	23,7	20,5	20,7	3,1	3,0	58,9	51,4	12,7	29,2	12,1	19,9
	II	40,4	23,8	23,8	21,1	21,0	2,8	2,8	58,9	52,0	11,8	28,6	10,6	17,2
Tasas de crecimiento (d)								Diferencia sobre el año anterior en pp						
2016	0,1	-0,4	--	2,7	--	-11,4	--	-0,3	1,2	-2,4	-3,9	-2,2	-3,8	
2017	0,3	-0,4	--	2,6	--	-12,6	--	-0,4	1,1	-2,4	-5,9	-2,4	-2,8	
2018	0,6	0,3	--	2,7	--	-11,2	--	-0,2	1,0	-2,0	-4,2	-2,0	-2,0	
2019	1,0	1,0	--	2,3	--	-6,7	--	0,0	0,7	-1,2	-1,8	-1,1	-1,8	
2020	-1,9	-0,9	--	-7,3	--	38,0	--	0,6	-2,8	5,5	11,9	5,5	6,5	
2021	2,9	1,7	--	7,8	--	-23,4	--	-0,7	2,3	-4,8	-9,5	-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	III	0,1	2,4	2,4	4,5	4,5	-8,2	-8,3	1,3	2,1	-1,7	-9,1	-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	-9,8	-2,3	-5,7
2022	I	0,3	1,7	1,7	4,6	4,5	-13,1	-13,8	0,8	2,1	-2,4	-8,7	-2,0	-4,9
	II	0,5	0,7	0,7	4,0	4,0	-17,6	-17,0	0,1	1,7	-2,7	-9,7	-2,5	-4,8
	III	0,8	0,3	0,4	2,6	2,6	-12,8	-12,5	-0,3	0,9	-1,9	-0,8	-1,7	-3,3
	IV	1,1	0,9	0,9	1,4	1,5	-2,6	-2,7	-0,1	0,2	-0,5	-1,4	-0,2	-2,2
2023	I	1,3	1,4	1,3	1,8	1,9	-1,5	-2,1	0,0	0,3	-0,5	-0,2	-0,3	-1,4
	II	1,4	1,8	1,8	2,9	2,9	-5,4	-5,1	0,3	0,7	-0,9	-0,5	-0,8	-1,7

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

Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

Cientos de personas y porcentaje de la población activa

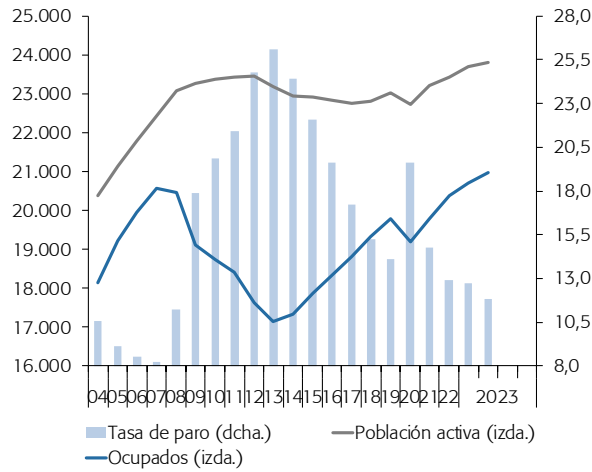
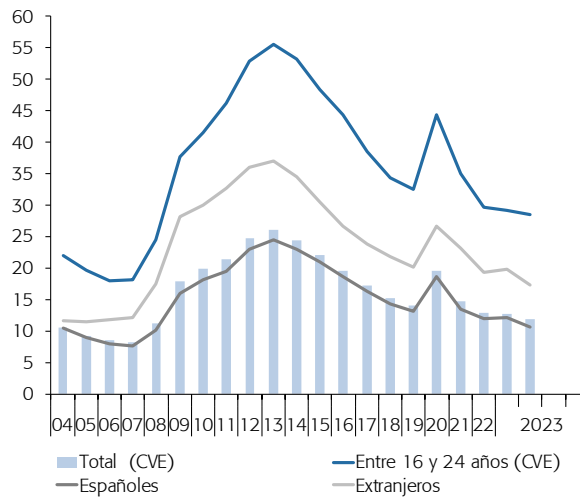


Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo

Porcentaje



Cuadro 9

Índice de precios al consumo

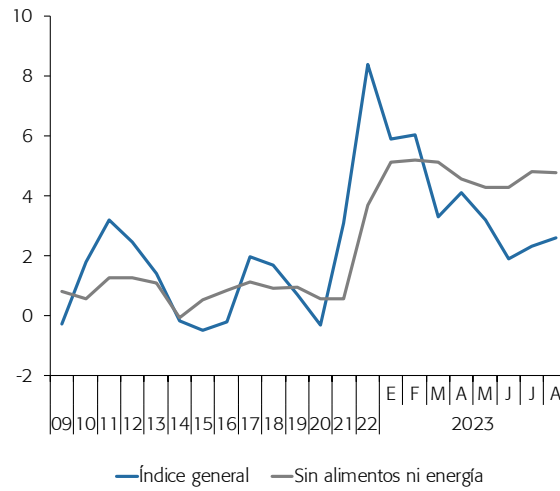
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% del total en 2021	100,00	62,28	79,09	23,28	39,01	16,81	8,92	11,98	25,73	
Índices, 2021 = 100										
2017	95,0	97,0	96,8	98,9	95,9	96,0	89,6	87,1	93,8	
2018	96,6	97,9	97,7	98,9	97,3	96,9	92,4	92,4	95,5	
2019	97,3	98,9	98,5	99,2	98,7	97,5	94,2	91,3	96,3	
2020	97,0	99,4	99,2	99,4	99,4	98,7	97,7	82,5	98,4	
2021	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2022	108,4	103,7	105,2	104,2	103,3	110,6	110,9	127,9	110,7	
2023	112,6	108,5	111,7	108,8	107,9	124,0	121,2	109,2	123,0	
2024	116,5	111,6	115,0	110,2	111,9	128,3	127,2	117,0	127,8	
Tasas de crecimiento interanual										
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8	
2019	0,7	1,0	0,9	0,3	1,4	0,5	1,9	-1,2	0,9	
2020	-0,3	0,6	0,7	0,2	0,8	1,3	3,7	-9,6	2,1	
2021	3,1	0,6	0,8	0,6	0,6	1,3	2,4	21,2	1,7	
2022	8,4	3,7	5,2	4,2	3,3	10,6	10,9	27,9	10,7	
2023	3,9	4,6	6,2	4,4	4,4	12,1	9,3	-14,6	11,2	
2024	3,5	2,9	3,0	1,3	3,6	3,5	4,9	7,1	3,9	
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	1,9	4,3	5,9	4,0	4,3	12,0	6,3	-24,9	10,0
	Jul	2,3	4,8	6,2	4,3	4,6	11,3	8,9	-24,3	10,4
	Ago	2,6	4,8	6,1	4,3	4,5	10,9	8,5	-21,5	10,1
	Sep	3,6	4,6	5,9	3,9	4,6	10,7	8,4	-14,2	10,0
	Oct	4,1	4,3	5,5	3,2	4,7	10,1	8,4	-7,4	9,3
	Nov	4,6	4,1	5,1	2,8	4,8	8,7	8,3	-1,5	8,5
	Dic	4,9	4,1	4,6	2,6	4,8	6,6	8,3	5,4	7,1
2024	Ene	4,8	3,7	4,2	1,9	4,6	6,0	9,5	6,7	7,0
	Feb	4,0	3,5	3,7	1,6	4,4	4,4	7,5	4,5	5,3
	Mar	4,0	3,3	3,4	1,6	4,1	3,9	5,0	8,4	4,2
	Abr	4,2	3,3	3,3	1,5	4,1	3,5	5,3	10,8	4,1
	May	4,4	3,2	3,3	1,6	4,0	3,6	5,8	14,2	4,2
	Jun	4,2	3,0	3,2	1,4	3,8	3,6	6,0	12,4	4,3
	Jul	3,7	2,8	2,9	1,4	3,5	3,4	3,5	11,1	3,4
	Ago	3,3	2,7	2,8	1,3	3,4	3,2	3,5	7,3	3,3
	Sep	3,0	2,6	2,6	1,1	3,2	2,9	3,6	5,3	3,1
	Oct	2,6	2,4	2,4	1,0	3,0	2,7	2,8	3,8	2,7
	Nov	2,3	2,2	2,2	0,9	2,8	2,4	3,8	2,1	2,8
	Dic	2,0	2,1	2,1	0,8	2,7	2,1	3,0	0,7	2,4

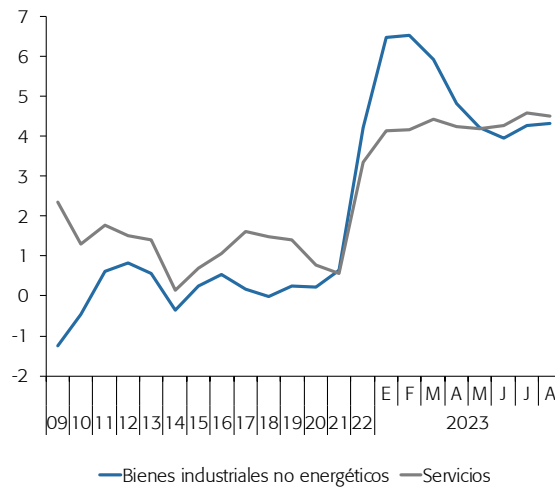
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2015=100	2015=100		2007=100			2000=100				
2015	100,0	100,0	100,0	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016	100,3	96,9	99,6	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,4	156,2	--
2017	101,6	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,2	--
2018	102,9	104,1	103,0	79,3	77,4	57,3	145,4	143,8	150,6	158,5	--
2019	104,4	103,6	103,2	83,3	79,8	57,7	148,7	146,4	155,7	162,7	--
2020	105,6	99,2	103,1	85,0	78,9	52,3	145,4	142,6	154,1	173,3	--
2021	108,4	116,4	110,4	88,2	80,6	54,3	153,9	151,5	161,5	172,2	--
2022	112,9	157,7	125,4	94,7	84,7	57,0	160,4	158,4	166,5	175,6	--
2023 (b)	118,8	150,9	130,2	97,0	87,1	54,3	167,7	164,4	178,0	177,7	--
2021 IV	110,9	132,9	114,4	90,4	82,4	57,5	162,5	162,2	163,3	179,6	--
2022 I	111,6	147,1	119,6	92,7	84,3	58,3	154,2	150,3	166,2	165,2	--
II	111,5	158,7	126,4	94,5	84,6	58,4	162,3	161,3	165,3	172,8	--
III	112,3	165,4	127,4	96,2	84,6	53,9	155,7	152,2	166,5	178,3	--
IV	115,9	159,6	128,3	95,4	85,1	57,4	169,4	169,9	167,9	186,2	--
2023 I	119,0	154,0	130,4	96,0	87,0	53,2	163,7	159,3	177,4	172,8	--
II	118,7	148,6	130,2	98,0	87,2	55,5	171,7	169,5	178,6	182,6	--
III (b)	--	148,9	129,5	--	--	--	--	--	--	--	--
2023 May	--	147,4	130,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Jun	--	148,7	129,8	--	--	--	--	--	--	--	--
Jul	--	148,9	129,5	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	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	1,1	-4,3	0,0	2,1	-1,1	-9,4	-2,2	-2,6	-1,0	6,5	1,9
2021	2,7	17,3	7,0	3,7	2,1	3,7	5,9	6,3	4,8	-0,6	1,5
2022	4,1	35,5	13,6	7,4	5,0	5,0	4,2	4,6	3,1	2,0	2,8
2023 (d)	6,5	-2,2	5,4	3,6	3,1	-6,9	6,0	5,5	7,4	5,1	3,4
2021 IV	4,2	33,1	10,4	6,4	4,4	12,7	4,5	5,1	2,7	-0,5	1,5
2022 I	3,9	41,5	12,7	8,5	6,7	19,1	4,7	5,2	3,4	1,2	2,4
II	4,3	43,9	15,4	8,0	5,5	0,2	3,8	4,3	2,2	1,1	2,5
III	3,9	40,0	14,3	7,6	4,7	2,9	4,0	4,1	3,9	1,8	2,6
IV	4,5	20,0	12,2	5,5	3,3	-0,1	4,2	4,7	2,8	3,7	2,8
2023 I	6,6	4,7	9,0	3,5	3,1	-8,8	6,2	6,0	6,7	4,5	3,1
II	6,4	-6,4	3,0	3,6	3,0	-5,1	5,8	5,1	8,0	5,7	3,3
III (e)	--	-10,0	1,7	--	--	--	--	--	--	--	3,4
2023 Jun	--	-8,0	2,1	--	--	--	--	--	--	--	3,3
Jul	--	-8,4	1,9	--	--	--	--	--	--	--	3,3
Ago	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3,4

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

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

Gráfico 10.1.- Precios de la vivienda y del suelo urbano
Índices (2007=100)

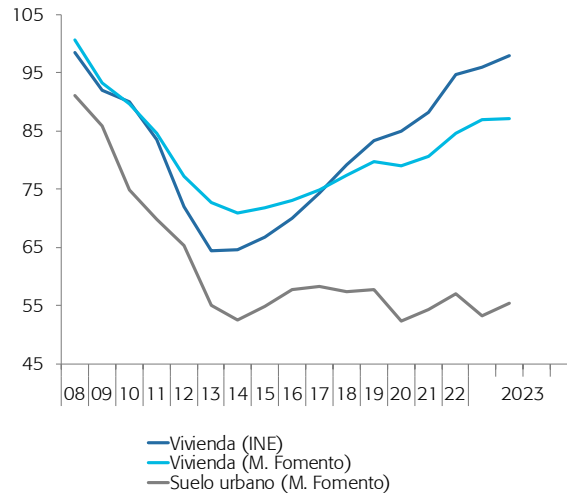
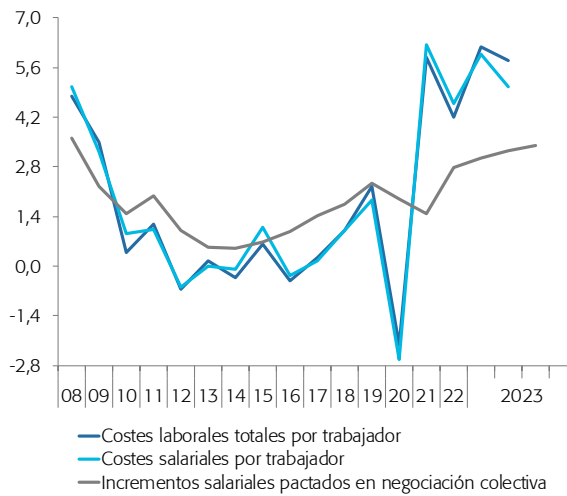


Gráfico 10.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

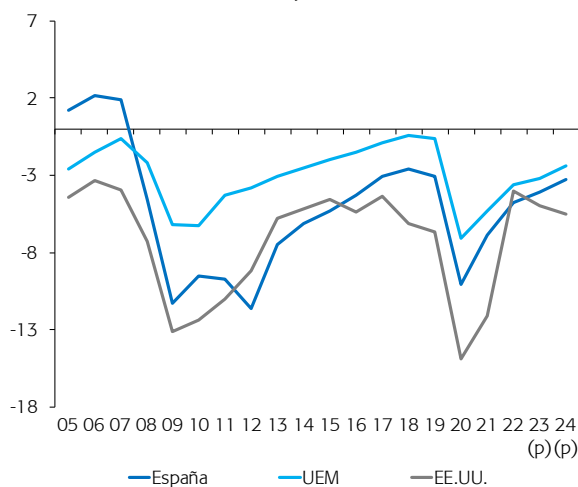
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.			Deuda pública bruta consolidada			Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
Miles de millones de moneda nacional									
2009	-120,6	-582,0	-1.896,6	569,5	7.471,6	12.311,3	-43,7	44,4	-383,1
2010	-102,2	-601,7	-1.863,1	649,2	8.221,0	14.025,2	-39,2	51,0	-439,8
2011	-103,6	-419,5	-1.709,1	743,0	8.684,3	15.222,9	-29,0	76,8	-460,3
2012	-119,1	-376,5	-1.493,3	927,8	9.181,1	16.432,7	0,9	211,0	-423,9
2013	-76,8	-307,6	-977,3	1.025,7	9.511,0	17.352,0	20,8	271,2	-352,1
2014	-63,1	-255,3	-910,4	1.084,8	9.755,4	18.141,4	17,5	315,3	-376,2
2015	-57,2	-210,6	-837,2	1.113,7	9.876,4	18.922,2	21,8	353,1	-424,7
2016	-47,9	-159,5	-1.010,1	1.145,1	10.052,0	19.976,8	35,4	385,0	-403,7
2017	-36,2	-104,7	-861,5	1.183,4	10.158,2	20.492,7	32,2	402,2	-371,4
2018	-31,2	-49,8	-1.251,1	1.208,9	10.259,6	21.974,1	22,6	409,1	-441,2
2019	-38,1	-76,9	-1.423,5	1.223,4	10.348,2	23.201,4	26,2	330,4	-452,6
2020	-113,2	-813,6	-3.129,6	1.345,8	11.415,4	27.747,8	6,8	279,5	-592,5
2021	-82,9	-658,8	-2.812,8	1.427,2	12.038,7	29.617,2	11,5	428,2	-861,4
2022	-63,8	-483,9	-1.020,0	1.502,5	12.480,0	31.419,7	7,8	76,7	-994,7
2023	-57,8	-454,9	-1.336,8	1.562,4	13.000,2	32.622,5	23,2	307,7	-875,2
2024	-49,2	-365,6	-1.511,0	1.617,4	13.430,4	34.036,3	22,4	360,3	-836,1
Porcentaje del PIB									
2009	-11,3	-6,2	-13,1	53,3	80,1	85,0	-4,1	0,5	-2,6
2010	-9,5	-6,3	-12,4	60,5	85,8	93,2	-3,7	0,5	-2,9
2011	-9,7	-4,3	-11,0	69,9	88,2	97,6	-2,7	0,8	-3,0
2012	-11,6	-3,8	-9,2	90,0	92,9	101,1	0,1	2,1	-2,6
2013	-7,5	-3,1	-5,8	100,5	95,3	103,0	2,0	2,7	-2,1
2014	-6,1	-2,5	-5,2	105,1	95,5	103,4	1,7	3,1	-2,1
2015	-5,3	-2,0	-4,6	103,3	93,5	103,9	2,0	3,3	-2,3
2016	-4,3	-1,5	-5,4	102,7	92,5	106,9	3,2	3,5	-2,2
2017	-3,1	-0,9	-4,4	101,8	90,1	105,2	2,8	3,6	-1,9
2018	-2,6	-0,4	-6,1	100,4	88,1	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	-2,4	-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.

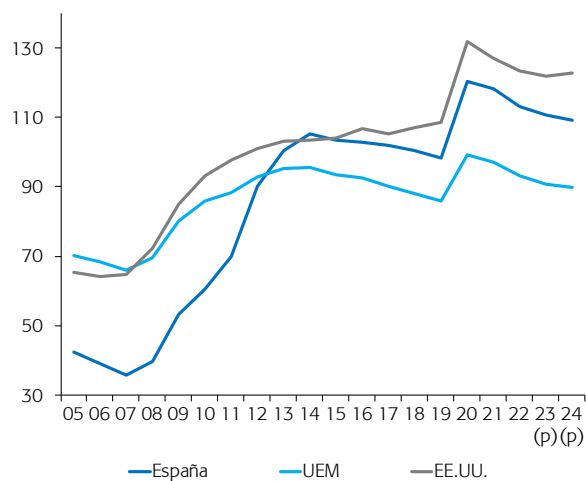
Porcentaje del PIB



(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■	19.318			
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-junio.

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■	16,2	6,2	32,6	49,9
Fuentes	EPA	EPA	EPA	EPA

	Estudiantes matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Educación 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	1.333.567	266.902	59.657	4,6●
2022●	1.617.412	687.511	803.611	1.353.347	276.518		
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-junio.

● Datos provisionales.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1.000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019	807.614	6.038.326	1.138	957.500	975	2.361.620	712
2020	1.828.489	6.094.447	1.162	952.704	985	2.352.680	725
2021	922.856	6.165.349	1.190	949.765	994	2.353.987	740
2022	773.227	6.253.797	1.254	951.067	1035	2.351.703	778
2023	789.990●	6.347.772■	1.373■	946.260■	1.120■	2.350.835■	851■

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●	881.479	270.217	176.802	9.766	

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-agosto.

● Los datos se refieren a enero-julio

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		120	95,2
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".

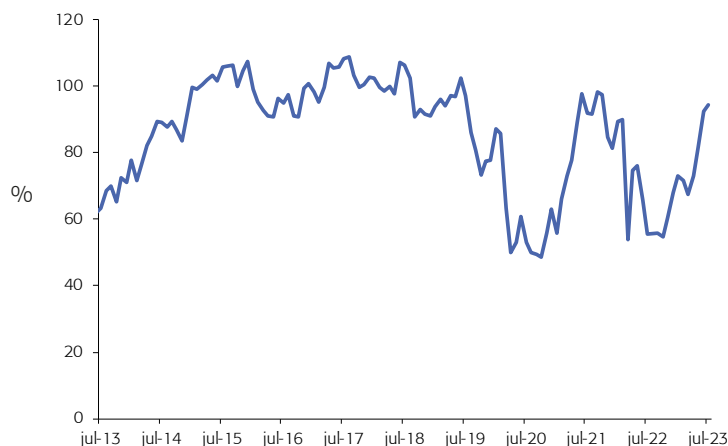
• Datos provisionales.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (julio 2013-julio 2023)

En el verano de 2023, el ICC mantiene la trayectoria ascendente



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

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

3. FLASH SOCIAL. Prevalece la desconfianza en la gente

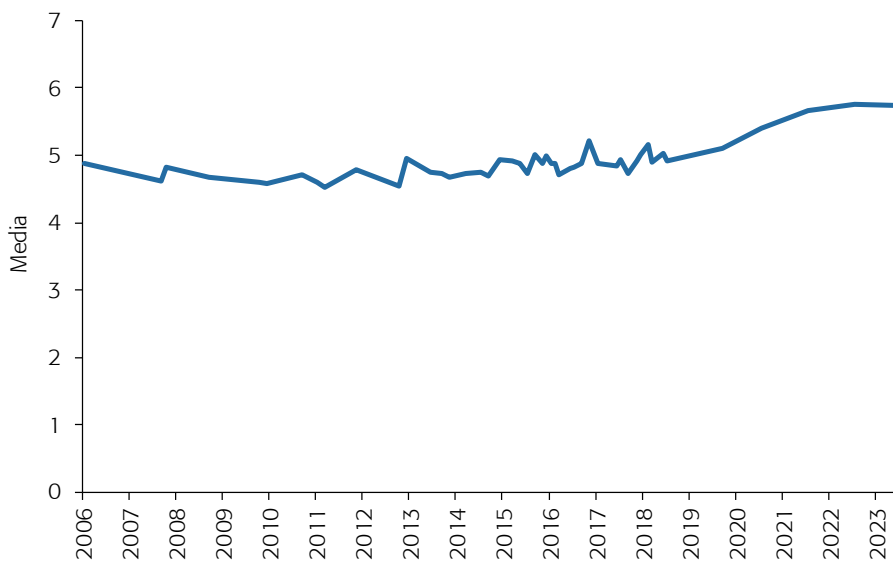
La confianza en el prójimo es una variable importante para el buen funcionamiento de la economía, en la medida en que favorece iniciativas que, como las empresas y los negocios, requieren de la colaboración responsable entre diferentes agentes individuales y colectivos. Según la última encuesta "Opinión pública y política fiscal" del Centro de Investigaciones Sociológicas (julio de 2023), aunque la experiencia de la pandemia de Covid-19 parece haber empujado al alza los niveles de confianza social, observándose a partir de 2020 los valores más altos de toda la serie existente (que comienza en 2006), la población española expresa una confianza generalizada bastante modesta.

Preguntados por su posición en una escala de 0 a 10, en la que 0 significa 'nunca se es lo bastante prudente', y 10, 'se puede confiar en la mayoría de la gente', los encuestados se autoubican mayoritariamente en las posiciones "5", "6" y "7", pero la media de todas las respuestas se sitúa por debajo de 6 (Gráfico 2). Al desagregar las respuestas por grupos de edad, llama la atención que los niveles de confianza más bajos se concentran entre los más jóvenes (18-24 años); en cambio, a partir de los 55 años van aumentando hasta alcanzar su valor más alto entre la población de más edad (Gráfico 3), que es precisamente la que participa en menor medida en dos ámbitos fundamentales de la economía: el mercado de trabajo y la creación de empresas.

La escasa confianza generalizada de la población española también se pone de manifiesto en otras fuentes de datos. Así, a la luz de la última ola de la Encuesta Mundial de Valores, casi el 60% de los entrevistados en España consideran que "es preciso ser muy prevenido" en el trato con la gente, casi 20 puntos porcentuales más que la proporción de quienes piensan que "se puede confiar en la mayoría de la gente". Estos datos colocan a España en una posición bastante desaventajada respecto a otras sociedades europeas, como la sueca o la holandesa, aunque claramente mejor que la que ostentan países culturalmente más próximos, como Francia e Italia (Gráfico 4). En cualquier caso, parece que la desconfianza social prevalece en buena parte de las sociedades económicamente más desarrolladas, incluso en algunas tan señaladas como Estados Unidos o Japón.

Gráfico 2

Confianza en la gente [España, 2006-2023]

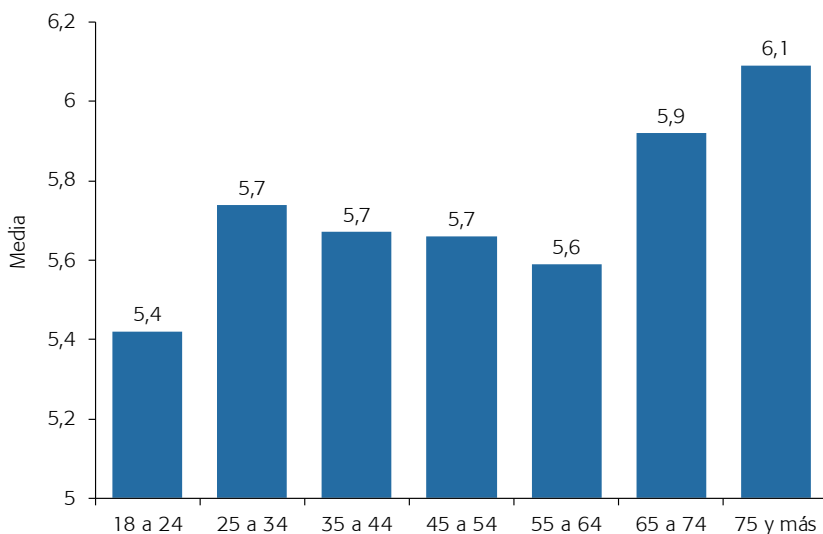


Pregunta: "¿Diría Ud. que, por lo general, se puede confiar en la mayoría de la gente, o que nunca se es lo bastante prudente en el trato con los demás? Por favor, sitúese en una escala de 0 a 10, en la que 0 significa 'nunca se es lo bastante prudente' y 10 significa que 'se puede confiar en la mayoría de la gente'".

Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 3

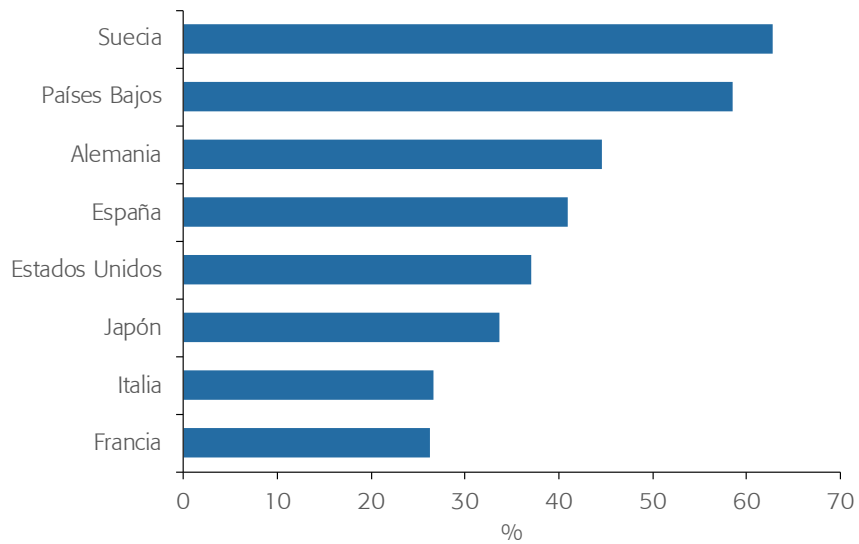
Confianza en la gente, por grupos de edad [España, julio de 2023]



Pregunta: "¿Diría Ud. que, por lo general, se puede confiar en la mayoría de la gente, o que nunca se es lo bastante prudente en el trato con los demás? Por favor, sitúese en una escala de 0 a 10, en la que 0 significa 'nunca se es lo bastante prudente' y 10 significa que 'se puede confiar en la mayoría de la gente'".

Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es), 'Opinión pública y política fiscal' 2023.

Gráfico 4

Confianza en la gente [varios países incluidos en la Encuesta Mundial de Valores, 2017-2022]

Pregunta: "En términos generales, ¿diría que se puede confiar en la mayoría de la gente o que es preciso ser muy prevenido a la hora de tratar con la gente?"

Fuente: Encuesta Mundial de Valores, séptima ola (www.worldvaluessurvey.org).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de septiembre de 2023

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	1,1	Junio 2023
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	1,1	Junio 2023
Dudosos (% var. mensual medio)	-1,3	Junio 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	600.496	Agosto 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	38.554	Agosto 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	554	Agosto 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"	1,1	Junio 2023

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 agosto	2023 15 septiembre	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,5	6,9	4,1	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,3	-0,570	2,162	3,780	3,816	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,6	-0,505	0,992	4,073	4,084	Datos a día de publicación
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	3,2	0,5	3,2	3,5	3,7	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 aún de incertidumbre en la lucha contra la inflación, el BCE ha seguido subiendo los tipos de interés en septiembre (un cuarto de punto) e insiste en la necesidad de monitorizar la evolución macroeconómica y tomar sus decisiones de forma contingente, muy atento a la coyuntura y a cómo se van anclando en las expectativas del sector privado sus decisiones monetarias. Parece, todo en caso, que habrá una pausa en las subidas durante algún tiempo. En la primera mitad de septiembre el euríbor a 12 meses (principal referencia para hipotecas) ha pasado del 4,073 % de agosto al 4,084 % mientras que la referencia a 3 meses ha pasado del 3,780 % al 3,816 % en el mismo período. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha pasado del 3,5 % de agosto al 3,7 % de mitad de septiembre.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 junio	2023 julio	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	35,7	27,9	27,8	28,86	28,85	(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	12,79	11,59	(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	0,17	0,37	(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	0,24	0,12	(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	3,2	3,5	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	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	2,3	0,7	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	2,5	0,5	1,8	10,4	-11,1	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	949,51	946,83 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.541,2	8.771,5	8.851,0	9.593,0	9.424,1 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 junio	2023 julio	Definición y cálculo
16. Nasdaq	NASDAQ	3.924,5	15.644,9	10.466,4	13.787,92	13926,05 (a)	Índice compuesto NASDAQ
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	15,4	21,1	16,1	28,1	29,6 (a)	Variación para todas las bolsas
18. Deuda privada a corto plazo. Saldo vivo (% var.)	BE	0,79	2,4	8,01	-16,6	27,8	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	-0,21	0,4	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	12,6	-11,9	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	14,8	21,1	35,8	50	0	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros": en la primera mitad de septiembre, los índices bursátiles españoles se han movido ligeramente al alza. El IBEX-35 se sitúa en los 9.549,7 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 946,83 puntos. Por su parte, en el mes de julio (último dato disponible) se produjo un ligero descenso en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 28,85 %) y de las obligaciones del Estado (hasta el 11,59 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 disminuyeron un 11,9 % 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 (4T)	2023 (IT)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-1,1	1,2	1,9	1,5	2,6	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	1,0	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	271,1	335,3	319,9	278,1	272,8	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 (4T)	2023 (IT)	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	53,0	51,1	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	2,8	1,1	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	0,4	-1,5	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": en el primer trimestre de 2023, el ahorro financiero en el conjunto de la economía aumentó hasta el 2,6 % del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 1% del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas ha disminuido hasta el 51,1 % del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 mayo	2023 junio	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	4,9	0,2	-0,04	-0,7	1,1	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	0,1	1,1	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	-0,4	0,4	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	7,5	0,1	-0,1	0,7	0,05	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,0	0,5	2,5	5,5	6,0	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 mayo	2023 junio	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-0,4	-1,5	0,6	-1,3	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	-0,4	-1,1	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	0,3	1,5	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": en junio, último dato disponible, se observó un aumento del crédito al sector privado del 1,1 %. Los depósitos aumentaron un 1,1 %. Los valores de renta fija incrementaron su peso en balance un 0,4 % mientras que las acciones y participaciones lo hicieron un 0,05 %. Asimismo, se produjo una disminución en el volumen de préstamos dudosos del 1,3 % 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 marzo	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	600.496 (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	38.554 (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 marzo	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de euros)	BE	24.751	3	16	5	554 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2022.

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

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": en agosto de 2023, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 38.554 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 176. La economía española ante el reto demográfico

PANORAMA SOCIAL

N.º 37. Economía y sociedad

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 295. Política económica y estabilidad financiera

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 12, N.º 4 (2023). Spain: Economic and fiscal outlook

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 22. septiembre (2023)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 100. Tres aproximaciones a la desigualdad social en España: rentas disponibles, rentas ampliadas y ocupaciones / Eduardo Bandrés, Juan Carlos Rodríguez, Julio Carabaña

LIBROS

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

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2023

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

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria.

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

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

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

publica@funcas.es



Somos mucho más
de lo que imaginas. ¿Vienes?



cecabank

cecabank



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



ISSN: 2254-3422



97722543427