

El círculo de la riqueza y la vivienda

Perspectivas
para 2024-2025

Mercados de vivienda
e hipotecario

Renta, ahorro y riqueza
de los hogares españoles

Implicación de los bancos
centrales contra el cambio
climático

Intangibles
y competitividad
de la industria española

Régimen europeo
de coordinación de
políticas macroeconómicas

Coco's y resolución
bancaria

Complementariedad
entre competencia
y política industrial

Regulación financiera

Panel de previsiones

INDICADORES
ECONÓMICOS, SOCIALES
Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Francisco Rodríguez Fernández

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

Alice Faibishenko

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

298

enero/febrero 2024



CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	Perspectivas para 2024-2025 en un contexto internacional incierto <i>Raymond Torres, María Jesús Fernández y Fernando Gómez Díaz</i>
	11	Situación de los mercados de vivienda e hipotecario <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	19	Renta, ahorro y riqueza de los hogares españoles: un cuarto de siglo de transformación <i>Marina Asensio, Marina García y Daniel Manzano</i>
	25	¿Se implican por igual los grandes bancos centrales en la lucha contra el cambio climático? <i>Emma Navarro y Judith Arnal</i>
	35	Intangibles y competitividad de la industria española: una comparativa internacional <i>Joaquín Maudos</i>
	41	El nuevo régimen europeo de coordinación de las políticas macroeconómicas: una primera mirada <i>Erik Jones</i>
	49	CoCo's y resolución bancaria: superado el estigma de marzo <i>Ángel Berges y Salvador Jiménez</i>
	55	La complementariedad estratégica entre la competencia y política industrial <i>Javier Asensio y Juan José Ganuza</i>
	63	Novedades de regulación financiera <i>Departamento de Regulación y Estudios de CECA</i>
	69	Panel de previsiones de la economía española <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	76	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	101	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	109	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

Deberíamos aspirar a un futuro mejor para nuestros hijos y las generaciones venideras. Sin embargo, en nuestro afán por construirlo, a veces sembramos inadvertidamente obstáculos en su camino. Este fenómeno se refleja claramente en el complejo entramado de la riqueza y la vivienda en España, una dinámica que exploramos, junto a otras cuestiones de coyuntura y de reflexión económica, en este volumen de *Cuadernos de Información Económica*.

El crecimiento de la riqueza en España, a pesar de los desafíos persistentes en productividad, sigue un curso intrigante, alineándose cada vez más con los estándares de otras economías europeas. Sorprendentemente, este incremento patrimonial no se debe tanto a un crecimiento en la producción o la eficiencia, sino a la revalorización significativa del mercado inmobiliario. Esta realidad presenta una paradoja económica: mientras que algunos acumulan riqueza a través de la propiedad inmobiliaria, otros, especialmente los jóvenes, encuentran cada vez más difícil acceder a una vivienda propia. Históricamente, la moderación ha sido venerada como un pilar de sabiduría. Aristóteles, en su *Ética a Nicómaco*, argumentaba que la virtud se encuentra en el término medio, entre los extremos del exceso y la deficiencia. Esta filosofía aristotélica es especialmente pertinente en nuestro contexto actual de cambio generacional, enfatizando la importancia de encontrar un equilibrio en nuestras políticas económicas y sociales. España es un país donde hay una cierta percepción, avalada por los datos, de cierto desequilibrio fiscal e incentivos no siempre bien establecidos entre el gasto público y las necesidades laborales y habitacionales.

La productividad se presenta como un desafío esencial. Para sostener un crecimiento económico

equitativo y sostenible, es crucial impulsar la productividad mediante la innovación, la educación y la inversión en tecnología. Este enfoque equilibrado es vital para evitar una excesiva dependencia de la revalorización inmobiliaria como fuente de riqueza, lo cual podría convertirse en una vulnerabilidad económica a largo plazo.

Además, la sostenibilidad fiscal y el realismo en el establecimiento de objetivos climáticos y de cambios productivos son factores críticos en este escenario. Una gestión fiscal prudente y metas ambientales y productivas realistas son fundamentales para construir un marco económico que beneficie a todos los segmentos de la sociedad, incluyendo las generaciones futuras. En este volumen, exploramos estas cuestiones. Examinamos las políticas y estrategias que podrían mitigar los problemas actuales, buscando un equilibrio entre la preservación de la riqueza existente y la facilitación del acceso a la vivienda para los jóvenes y las generaciones futuras.

El artículo se abre con el análisis *Perspectivas para 2024-2025 en un contexto internacional incierto* de RAYMOND TORRES, MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ y FERNANDO GÓMEZ DÍAZ. Desde Funcas, se ofrecen previsiones económicas destacando que, para el conjunto del 2023, se prevé un crecimiento del PIB del 2,4 %, sin cambios con respecto a la anterior previsión, pero significativamente mejor de lo anticipado a inicios del pasado año. Además, se prevé un avance del PIB del 1,5 % en 2024 (igual que en la anterior previsión). La ralentización procederá en parte de la demanda interna, con una aportación de 1,6 décimas, cinco menos que en 2023. En cuanto a 2025, se estima que el crecimiento del PIB se eleve hasta el 2 %. Será cuando la inversión debería recuperar algo

de dinamismo, gracias al cambio de tendencia en los tipos de interés y al bajo nivel de endeudamiento de las empresas.

La cuestión de la vivienda anteriormente señalada se analiza en *Situación de los mercados de vivienda e hipotecario* de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. El artículo señala que España muestra un aumento persistente en los precios de la vivienda, impulsado más por la demanda mayorista y no residente que por la demanda minorista residencial, a pesar de un contexto económico desfavorable. Esta dinámica ha mermado la asequibilidad de las viviendas, especialmente después de la crisis financiera y la pandemia, donde los precios se recuperaron rápidamente superando el crecimiento salarial. Factores como inadecuadas políticas de suelo de largo plazo y el incremento en la demanda han exacerbado el problema, aumentando la desigualdad entre propietarios y aquellos que no pueden acceder a la compra de una vivienda. Los autores sugieren enfocar esfuerzos en mejorar el acceso a viviendas asequibles y de calidad, potenciando un mercado de alquiler eficiente, sin intervenciones que eleven sus precios, y aumentando la oferta de vivienda, incluyendo más opciones de vivienda pública, para contrarrestar esta tendencia y favorecer una mayor equidad en el acceso a la vivienda.

Las paradojas entre acumulación de riqueza y mercado de vivienda son sólo parte de las conclusiones del análisis de largo plazo del artículo *Renta, ahorro y riqueza de los hogares españoles: un cuarto de siglo de transformación*, de MARINA ASENSIO, MARINA GARCÍA y DANIEL MANZANO. El análisis señala que los hogares con cabeza de familia de mayor edad (mayores de 65 años) han experimentado un crecimiento en su renta sin haber sufrido caídas con la crisis de 2008, lo que sí sucedió sin embargo en todos los demás tramos de edades. También se señala que a pesar de la caída de la tasa de ahorro en términos históricos, los hogares españoles disponen de un nivel de riqueza relativamente elevado, homologable e incluso mayor a la de los países de nuestro entorno. Buena parte de ello es por acumulación de riqueza inmobiliaria, lo que sube su precio y dificulta la accesibilidad. Se muestra también que el desplazamiento a un nuevo “modo de vida” basado en el alquiler, topa con la inexistencia de un mercado de este tipo verdaderamente profundo que amortigüe las fuertes presiones alcistas de sus precios.

La actualidad económica y los retos pasan también por las consideraciones de cambio productivo y

climáticas. Respecto a este segundo tema, el artículo *¿Se implican por igual los grandes bancos centrales en la lucha contra el cambio climático?* de EMMA NAVARRO y JUDITH ARNAL, aborda el destacado papel que las autoridades monetarias se han arrogado en este contexto. Las autoras señalan que tanto el Banco Central Europeo (BCE) como el Banco de Inglaterra (BoE) parecen ir más lejos que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) en sus compromisos y medidas políticas para hacer frente a los riesgos climáticos, habiendo sido el BoE el primero en muchas áreas y el BCE el que ha ido más lejos en otras. En la actualidad, las conclusiones sobre los riesgos climáticos ya se han incorporado al proceso de supervisión y, en el caso de un número relativamente pequeño de bancos, esto ha repercutido en los requisitos de capital del Pilar 2. El Banco de Inglaterra ha sido pionero en la mayoría de los ámbitos, pero su liderazgo en materia climática parece estar perdiendo impulso.

Respecto al reto de productividad resulta particularmente interesante el artículo de JOAQUÍN MAUDOS titulado *Intangibles y competitividad de la industria española: una comparativa internacional*. Se destaca que la apuesta por la reindustrialización que ha hecho la UE y el Gobierno de España para fijar como objetivo que la industria manufacturera aporte el 20 % del PIB, pero exige aumentar la competitividad, para lo que es necesario avanzar en la transformación digital. En España, el esfuerzo inversor de la industria en este tipo de activos es prácticamente la mitad del europeo (11,7 % vs 20 % del VAB), siendo un rasgo preocupante que se repite en todas las ramas manufactureras. Además, al menos desde la crisis financiera de 2008, la distancia en esfuerzo inversor que nos separa de la UE se ha ampliado. Señala el autor la gran oportunidad que suponen los fondos *NGEU*, entre cuyos objetivos está la digitalización, con financiación específica para varios PERTE del sector industrial.

Todas estas tareas pendientes están condicionadas por las nuevas reglas fiscales que, finalmente, han regresado tras la pandemia y el período de recuperación económica. Se discuten en el artículo *El nuevo régimen europeo de coordinación de las políticas macroeconómicas: una primera mirada*, de ERIK JONES. El acuerdo consta de tres documentos, el más importante de los cuales es una propuesta de nuevo “brazo preventivo” del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es decir, un procedimiento para ayudar a los Estados miembros a evitar la aplicación de políticas fiscales insostenibles. Por otro lado, se subraya en el artículo que cuando el nivel de deuda en relación con el PIB

de un gobierno se aproxima al valor de referencia, el ajuste exigido por las nuevas normas es mayor que con el régimen actual. Por otro lado, el acuerdo deja claro que la consolidación fiscal debe ser estructural y no procíclica, que debe ir de la mano de la inversión pública y no a expensas de ella, que debe apoyar las políticas europeas comunes y que no debe ir en detrimento de la seguridad nacional.

En este volumen también se incluyen dos análisis técnicos sobre cuestiones que se han debatido con fuerza en los últimos meses en el entorno financiero y de política económica. En el primero de ellos, titulado *CoCo's y resolución bancaria: superado el estigma de marzo*, ÁNGEL BERGES y SALVADOR JIMÉNEZ analizan cómo la activación del *trigger* cualitativo por razones de estabilidad y con apoyo público fue la invocada por las autoridades suizas para imponer la completa amortización de los *CoCo* de Credit Suisse y esto generó un importante estigma. Señalan también los autores, que su carácter tan asimétrico, unido a la complejidad inherente a las opciones que lo determinan, es lo que, desde sus orígenes, ha otorgado a los *CoCo* la

consideración de producto complejo, no apropiado para inversores particulares. En todo caso, destacan que, en este contexto, no se puede obviar la mejora de los fundamentales de la banca, ante una evolución excepcional de sus beneficios.

En el artículo *La complementariedad estratégica entre la competencia y política industrial*, JAVIER ASENSIO y JUAN JOSÉ GANUZA ofrecen un exhaustivo repaso de los inconvenientes relacionados con la aplicación de políticas industriales. En particular, sobre la relación entre política industrial y de defensa de la competencia. Si para hacer frente a las cuestiones que plantean los nuevos desarrollos tecnológicos, el reto del cambio climático o la crisis del multilateralismo se considera necesario recuperar la política industrial, es fundamental que ello se haga respetando, y no amenazando, los principios de la política de defensa de la competencia.

Finalmente, se cuenta con el resumen de “Novedades de Regulación Financiera” ofrecido por el DEPARTAMENTO DE REGULACIÓN Y ESTUDIOS DE CECA.

Perspectivas para 2024-2025 en un contexto internacional incierto

*Raymond Torres, María Jesús Fernández y Fernando Gómez Díaz**

Entre las principales economías europeas, la española ha sido una de las que mejor ha capeado la crisis inflacionaria y las convulsiones geopolíticas de estos últimos años, fruto del favorable posicionamiento competitivo. Se estima que el PIB habrá avanzado un 2,4 % en 2023, casi dos puntos por encima de la media de la eurozona, mientras que el saldo externo arrojará el máximo de la serie histórica. A corto plazo, sin embargo, se vislumbra una desaceleración en un entorno externo debilitado y ante el giro contractivo de la política macroeconómica, de modo que el PIB crecería un 1,5 % en 2024, aún por encima de la media europea. Por otra parte, la inversión en bienes de equipo se mantiene un 8,8 % por debajo de los registros prepandemia, una trayectoria que no ayuda a alentar las perspectivas de productividad a medio plazo, y que plantea un desafío de cara al impacto de los fondos europeos. Finalmente, el déficit público se mantendría por encima de los límites exigidos por Bruselas, incluso en el escenario de recuperación del crecimiento que se anticipa para 2025.

Evolución reciente

La economía española tuvo en 2023 un mejor comportamiento de lo previsto (Torres y Fernández, 2023), si bien desde hace unos meses se perciben síntomas de desaceleración. Según las cifras revisadas de la Contabilidad Nacional Trimestral, el PIB avanzó un 0,3 % en el tercer trimestre de 2023, manteniendo el diferencial netamente positivo con respecto a la eurozona.

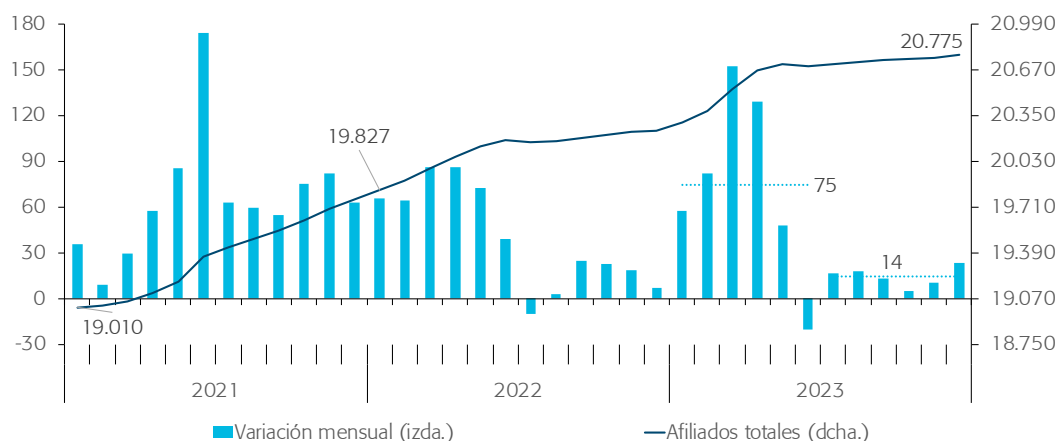
El crecimiento del trimestre procedió de una aportación positiva de la demanda nacional de 0,8 puntos porcentuales, que más que compensó los 0,5 puntos porcentuales que restó el sector exterior, debido a una caída en las exportaciones superior a la ocurrida en las importaciones. De entre los componentes de la demanda nacional, el impulso procedió del consumo, tanto público como privado. Por el contrario, la inversión retrocedió, arrastrada por la de construcción, que más que compensa el

* Funcas.

Gráfico 1

Afiliados a la Seguridad Social

(Miles, datos desestacionalizados)



Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

crecimiento de la destinada a bienes de equipo y activos inmateriales. En cuanto al sector exterior, las exportaciones retrocedieron –al igual que ocurrió en el segundo trimestre–, tras un crecimiento prácticamente ininterrumpido desde el final de la crisis sanitaria. Las importaciones también descendieron, tanto las de bienes como las de servicios. Estas últimas continúan por debajo de los niveles prepandemia, especialmente en el caso de los servicios turísticos.

El empleo, medido en horas trabajadas, ha seguido expandiéndose. Aunque en el segundo trimestre ya superó de manera agregada el nivel previo a la pandemia, hay varios sectores en los que se encuentra aún por debajo, como son el sector primario, industria manufacturera, construcción, actividades financieras y seguros, actividades profesionales y en el sector de comercio, transporte y hostelería.

En el conjunto de los tres primeros trimestres el crecimiento en las horas trabajadas fue del 1,6 %, mientras que el número de personas ocupadas creció un 3 %, lo que supone un descenso en el número de horas trabajadas por persona. La productividad por hora registró un ligero avance en el tercer trimestre, situando el crecimiento acumulado de los tres primeros trimestres en un 1 %.

En cuanto al último trimestre del año, los indicadores apuntan a un crecimiento del PIB similar el registrado el trimestre anterior, si bien con diferencias entre sectores. El índice PMI de manufacturas se ha mantenido por debajo de 50, y por debajo de la media del trimestre previo, aunque claramente por encima del de la eurozona. En los servicios, por su parte, indicadores como el PMI, pernoctaciones y llegada de turistas muestran una mejoría. Por último, en la construcción, los indicadores de visados y licitación apuntan a una desaceleración.

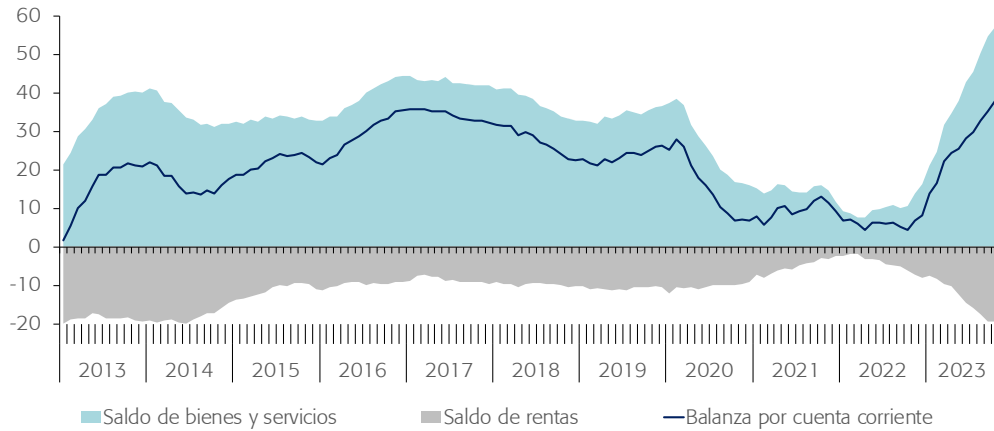
Los afiliados a la Seguridad Social se incrementaron en el cuarto trimestre al mismo ritmo que en el anterior, un 0,2 %, por debajo de los crecimientos registrados en la primera parte del año. A pesar de esta desaceleración, el mercado laboral mantiene su resiliencia, sin que se vislumbre de momento un cambio en esta tendencia. En el conjunto de 2023, con respecto al año previo, la afiliación total creció un 2,7 %, lo que supone medio millón de afiliados más –tras haber sumado más de 1,2 millones en los dos años previos– (gráfico 1).

Los buenos resultados del mercado de trabajo, unidos al incremento de las remuneraciones salariales y de las prestaciones sociales –fundamentalmente pensiones–, han impulsado el crecimiento

Gráfico 2

Balanza de pagos

(Miles de millones de euros, datos acumulados de doce meses)



Fuente: Banco de España.

de la renta disponible de los hogares, a pesar del incremento en el pago de intereses. Para el conjunto del año, se estima que, descontando la inflación, la renta disponible de los hogares habrá aumentado un 6,1 %, máximo de la serie histórica. Esto explica a la vez el buen comportamiento del consumo privado y el mantenimiento de una tasa de ahorro relativamente elevada.

La tasa general de inflación, tras situarse en junio en el 1,9 % –el nivel más reducido desde marzo de 2021–, debido a un efecto escalón muy acusado en los productos energéticos, creció ininterrumpidamente hasta alcanzar en septiembre y octubre un 3,5 %, y, posteriormente, se ha reducido hasta cerrar el año con un 3,1 %. La inflación subyacente, por su parte, mantiene una tendencia descendente desde julio, situándose en diciembre en un 3,8 %. Estas cifras reflejan que el proceso de desescalada de la inflación en los grandes grupos parece continuar, aunque en 2024 estará condicionada, entre otros, por el calendario de retirada de las medidas antiinflacionarias tomadas por el Gobierno.

La bajada del precio del petróleo y del gas en 2023 abarató las importaciones energéticas, al igual que se moderaron los precios de las importaciones no energéticas, mientras que, por el contrario, los

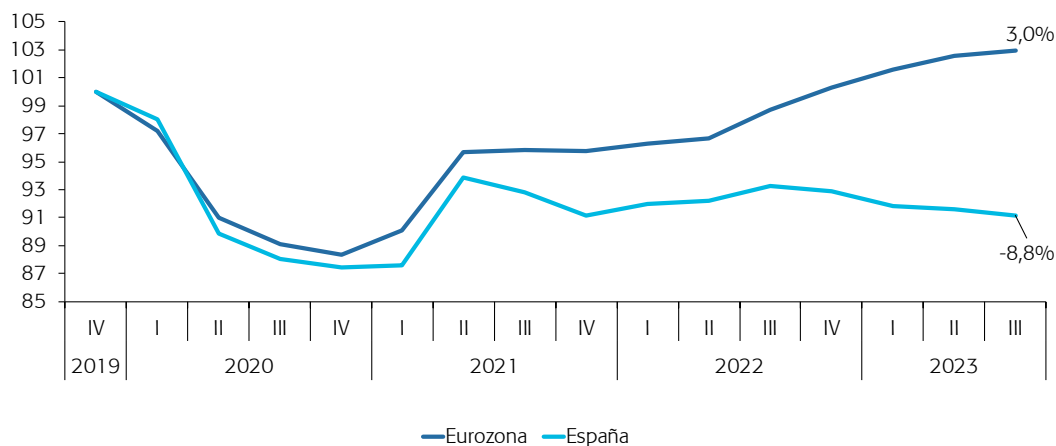
precios de nuestras exportaciones se mantuvieron. Fruto de esta mejora de la relación de intercambio, y del buen comportamiento del volumen de exportaciones netas, la balanza por cuenta corriente arrojó un superávit histórico de 32.700 millones de euros en los diez primeros meses del año. Este resultado refleja la reducción del déficit de la balanza comercial de bienes y el fuerte aumento del excedente de las balanzas de servicios, tanto turísticos como no turísticos (más que compensando los peores resultados del saldo de rentas, gráfico 2).

Finalmente, el déficit de las administraciones públicas se mantiene en cotas elevadas. El saldo acumulado hasta septiembre fue similar al registrado un año antes (-25.424 millones de euros, frente a los -26.576). La ligera mejoría refleja el incremento de la recaudación, especialmente por nuevos impuestos, IRPF, IS y cotizaciones sociales. El gasto público, por su parte, sigue expandiéndose a un ritmo elevado, especialmente en concepto de consumos intermedios, intereses, remuneración de asalariados y prestaciones sociales, entre las que destacan las pensiones. Con todo, se estima que en el periodo 2019-2023, los ingresos tributarios se habrán incrementado un 9 % en términos reales (descontando la inflación), mientras que el gasto

Gráfico 3

Formación bruta de capital fijo en bienes de equipo

(IV trimestre 2019=100, datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuente: Eurostat

primario lo habrá hecho un 11,8 %. Se trata de magnitudes difícilmente sostenibles en el tiempo.

sobre los resultados empresariales es menor y existe un mayor margen para financiar inversión mediante nuevo endeudamiento.

Las empresas y los hogares destinan su excedente a la reducción de deuda

Un aspecto preocupante de la evolución reciente de la economía española es el estancamiento de la inversión en bienes de equipo, que se encuentra por debajo de los niveles prepandemia, en contraste con la trayectoria creciente que presenta en el conjunto de la eurozona, donde supera dichos niveles (gráfico 3). Si utilizamos como medida la inversión acumulada de los últimos cuatro trimestres, España es el país de la UE donde más ha caído la inversión en bienes de equipo con respecto a 2019. Por comparación, la inversión en Grecia, Italia y Portugal se ha incrementado por encima del doble dígito. Alemania aún no ha recuperado el nivel prepandemia, pero se encuentra por encima de nuestro país.

Todo ello a pesar de que España es el segundo país receptor de fondos europeos, y a pesar de que el nivel de endeudamiento de las empresas españolas es inferior a la media europea, de modo que el impacto negativo de la subida de los tipos de interés

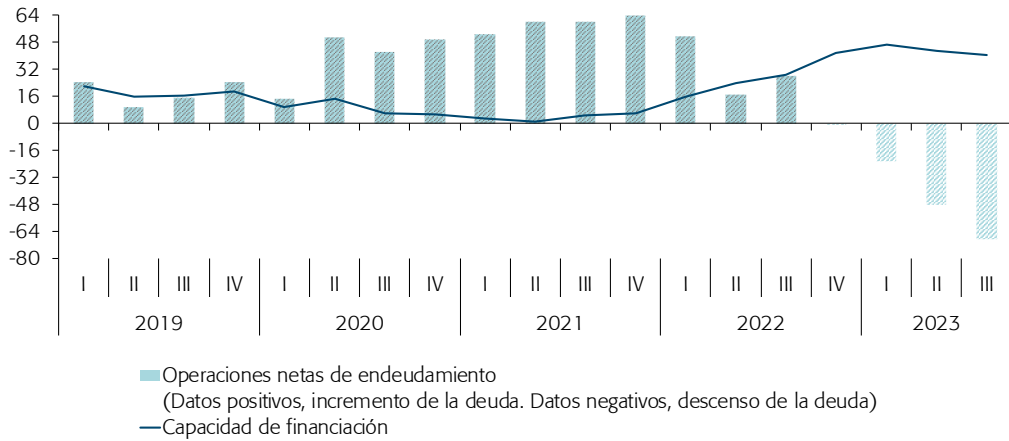
El volumen de inversión realizado por las sociedades no financieras en 2022 y hasta el tercer trimestre de 2023 (periodo para el que se dispone de datos) fue sensiblemente inferior a sus beneficios no distribuidos, o renta disponible. Esto ha supuesto la generación de un cuantioso excedente financiero (capacidad de financiación), superior, en relación al PIB, al generado de media por las empresas de la eurozona.

Dicho excedente financiero fue destinado, especialmente en 2023, al pago de deuda. En los cuatro trimestres acumulados hasta el tercero, las operaciones netas de endeudamiento de las empresas no financieras ascendían a -68,5 mil millones de euros (-29,2 miles de millones en términos consolidados, es decir, excluyendo las operaciones entre sociedades). Incluso estas redujeron activos financieros para destinar más recursos al pago de deuda (gráfico 4). En contraste, en el conjunto de la eurozona, hasta el segundo trimestre del año, las operaciones netas de endeudamiento eran positivas, es decir, las empresas europeas siguen asumiendo préstamos o pasivos para financiar sus inversiones.

Gráfico 4

Operaciones de endeudamiento y capacidad de financiación de las empresas

(Miles de millones de euros, datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuentes: INE y Banco de España.

El volumen de deuda viva de las empresas españolas sigue siendo superior al de 2019 en términos nominales, debido al incremento registrado durante la pandemia. Sin embargo, la tendencia es distinta cuando la deuda se compara con la evolución de la economía: la ratio deuda/PIB ascendía en el tercer trimestre al 65,5 %, el registro más bajo desde 2002. En comparación, la media de la eurozona (en el segundo trimestre) era del 68,8 %. De entre los grandes países del área, destacan Dinamarca y Países Bajos, cuya ratio se encuentra por encima de 100 %. Alemania e Italia tienen una ratio inferior a la española, y, Francia, superior.

Pese a todo lo anterior, conviene señalar la heterogeneidad de las empresas españolas, como se desprende de la central de balances del Banco de España (Banco de España, 2023a). Asimismo, los datos del ICO muestran que algunas corporaciones han acumulado retrasos en la devolución de los préstamos concedidos durante la pandemia, de modo que existen importantes excepciones a la tendencia general de desendeudamiento empresarial. Los créditos ICO en vigilancia especial o dudosos alcanzaron el 30 % en junio del 2023 (Banco de España, 2023b).

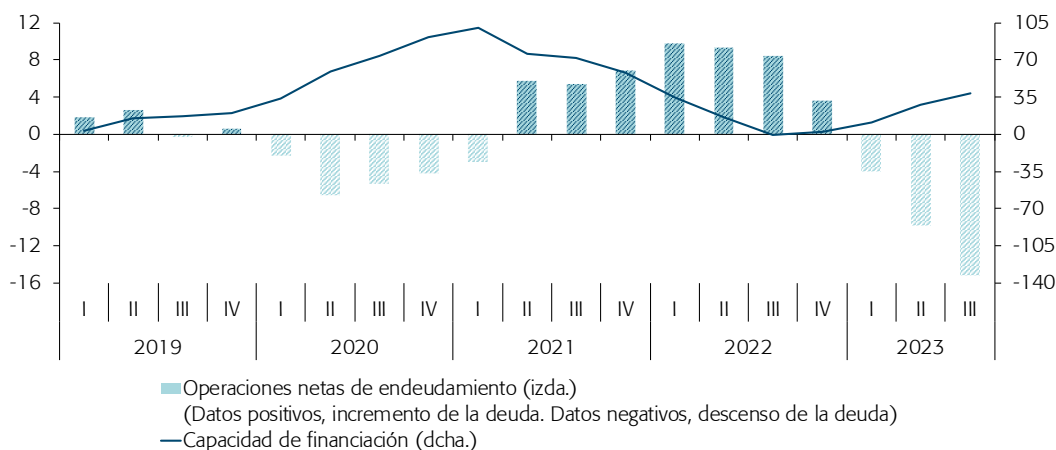
Los hogares, por su parte, mantuvieron una tasa de ahorro elevada hasta el tercer trimestre, superior a las cifras registradas en el periodo anterior a la pandemia, lo que les ha permitido incrementar de forma intensa su excedente financiero. La capacidad de financiación acumulada de cuatro trimestres ascendía a 38,8 miles de millones en el tercer trimestre de 2023, la cifra más elevada de la serie histórica si excluimos el periodo de la pandemia (cuando alcanzó niveles extraordinarios debido al ahorro “forzoso”). En relación al PIB, dicha cuantía representaba el 2,7 %, cifra muy semejante a la contabilizada por el conjunto de los hogares europeos en el mismo periodo. Dentro de la eurozona destacan Alemania, cuyos hogares registraron una capacidad de financiación del 5,8 % del PIB, y Francia con un 4,6 %. En Italia el excedente de las familias fue nulo.

Una parte de este excedente fue destinada a la reducción de deuda (las operaciones netas de financiación acumuladas hasta el tercer trimestre ascendieron a -15,2 miles de millones de euros), y, otra parte se destinó a la adquisición de activos financieros (gráfico 5). Los hogares europeos, en contraste, han presentado unas operaciones de financiación positivas hasta el segundo trimestre (incremento de la deuda), si bien en tendencia decreciente. La deuda de los hogares españoles ascendía al 48 %

Gráfico 5

Operaciones de endeudamiento y capacidad de financiación de los hogares

(Miles de millones de euros, datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuentes: INE y Banco de España.

del PIB en el tercer trimestre, la ratio más baja también desde 2002. En la eurozona dicha ratio ascendía al 55 %. De entre las grandes economías, solo Italia tenía una ratio inferior a la española. Países Bajos era el país con la ratio más elevada.

Previsiones para 2024-2025

Para el conjunto del 2023, se prevé un crecimiento del 2,4 %, sin cambios con respecto a la anterior previsión, pero significativamente mejor de lo anticipado a inicios del pasado año. Este resultado procede, sin embargo, del fuerte tirón de la actividad durante el primer semestre, ya que desde entonces el PIB avanza a tasas moderadas.

Para el conjunto del 2023, se prevé un crecimiento del 2,4 %, sin cambios con respecto a la anterior previsión, pero significativamente mejor de lo anticipado a inicios del pasado año.

Para este año, las previsiones parten de la hipótesis de un mantenimiento de los precios energéticos en torno a sus niveles actuales. Es decir, el

abaratamiento registrado durante el pasado ejercicio no se revertiría. Por otra parte, se supone que la política macroeconómica será más restrictiva que en el periodo reciente: a la política monetaria (las subidas sucesivas de tipos de interés ejercerán su máximo impacto en los próximos meses) se une ahora la fiscal, dejando atrás el importante impulso expansivo del periodo reciente (el único apoyo coyuntural que permanece procederá de los fondos europeos). Estas previsiones también incorporan la reversión de algunas de las medidas antiinflationarias de años anteriores, como los recortes de IVA y de otros impuestos. Finalmente, el contexto exterior seguirá siendo relativamente desfavorable, por la atonía de los intercambios a nivel global y la persistencia de fuertes incertidumbres geopolíticas.

En base a estas hipótesis, la desaceleración debería persistir a corto plazo. Así pues, se prevé un avance del PIB del 1,5 % en 2024 (igual que en la anterior previsión). La ralentización procederá en parte de la demanda interna, con una aportación de 1,6 décimas, cinco menos que en 2023. Destaca la pérdida de ritmo del consumo, particularmente el público, pero también el privado, por el menor ritmo tendencial de creación de empleo y el acuerdo de moderación salarial. La inversión residencial también acusará un debilitamiento, contrarrestando el ligero

repunte previsto de la inversión en equipamiento, en línea con la mejora del ritmo de ejecución de los fondos europeos.

Se prevé un avance del PIB del 1,5 % en 2024 (igual que en la anterior previsión). La ralentización procederá en parte de la demanda interna, con una aportación de 1,6 décimas, cinco menos que en 2023.

La demanda externa acusará el entorno internacional, de modo que restará una décima de crecimiento, frente a la aportación de tres décimas estimada para 2023. Los mercados de exportación reflejarán la debilidad de la economía europea, con una Alemania prácticamente en recesión. Por otra parte, se prevé una recuperación de las importaciones, tras el bache del año pasado y en línea con la elasticidad de estos últimos años.

Habida cuenta del menor tirón de la demanda, y de la ausencia de un nuevo shock energético tal y como se ha supuesto, la desinflación debería afianzarse en 2024 –si bien sin alcanzar los objetivos del BCE al menos hasta el año que viene. El deflactor del PIB, la variable que mejor mide las tendencias subyacentes, aumentará un 3,5 %, dos puntos menos que el año pasado. La moderación procede tanto de los costes salariales como de los excedentes empresariales. La desinflación será menos pronunciada en términos de IPC, con un incremento del 3,1 % este año, cuatro décimas menos que en 2023. La reversión de las medidas antiinflacionarias se traduce en un incremento de los precios al consumo (estimado en seis décimas) sin afectar directamente los precios de producción. En 2025, tanto el deflactor del PIB como el IPC se aproximarán al objetivo del 2 %.

La desinflación creará un terreno propicio al descenso de los tipos de interés a partir del verano. Se anticipa un descenso de la facilidad de depósitos del BCE hasta el 3,25 % a finales de año y del euríbor hasta el 3 %. Si bien se trata todavía de valores en terreno contractivo, el cambio de tendencia favorecerá una progresiva mejora de las expectativas

económicas en el transcurso del año tanto en España como en el resto de la zona del euro.

Todo ello debería generar un efecto de arrastre favorable de cara al año que viene. Se prevé que el crecimiento del PIB se eleve hasta el 2 % en 2025. La inversión debería recuperar algo de dinamismo, gracias al cambio de tendencia en los tipos de interés y al bajo nivel de endeudamiento de las empresas. También se anticipa un repunte de las exportaciones, aprovechando la recuperación esperada de la eurozona. En todo caso, España seguirá creciendo por encima de la media europea.

Este diferencial favorable de crecimiento está respaldado por dos importantes factores de resistencia, a saber el mercado laboral y la competitividad de las empresas españolas frente al exterior. El ciclo de creación de empleo proseguirá, permitiendo una reducción de la tasa de paro hasta el 11,2 % a finales de 2024, un nivel todavía muy elevado en comparación europea. Si bien el desempleo sería mayor que en la anterior previsión, la revisión refleja un ajuste al alza de la población activa, principalmente por la incorporación de trabajadores extranjeros. Para 2025, se anticipa un descenso adicional de la tasa de paro hasta el 10,6 %.

Se prevé que el crecimiento del PIB se eleve hasta el 2 % en 2025. La inversión debería recuperar algo de dinamismo, gracias al cambio de tendencia en los tipos de interés y al bajo nivel de endeudamiento de las empresas.

El superávit externo, otro factor de resistencia, se consolidará durante todo el periodo de previsión gracias al favorable posicionamiento competitivo de las exportaciones. La balanza por cuenta corriente arrojará un excedente cercano al 2,5 % del PIB, y la capacidad de financiación total, que se obtiene sumando las transferencias en concepto de los fondos europeos a la balanza por cuenta corriente, será aún más positiva.

La ralentización de la economía en 2024, junto con el incremento de las cargas financieras generado

Cuadro 1

Previsiones económicas para España 2023-2025

(Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

	Datos observados			Previsiones Funcas			Variación de las previsiones (a)	
	Media 2008-2013	Media 2014-2019	2022	2023	2024	2025	2023	2024
1. PIB y agregados, precios constantes								
PIB	-1,3	2,6	5,8	2,4	1,5	2,0	0,0	0,0
Consumo final hogares e ISFLSH	-2,1	2,2	4,7	2,3	2,1	2,0	0,1	0,0
Consumo final administraciones públicas	0,9	1,3	-0,2	2,6	0,4	0,7	0,2	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-7,6	4,8	2,4	1,8	1,7	3,3	-0,6	0,0
Construcción	-10,7	4,9	2,6	3,2	1,7	3,2	-1,2	-0,1
Equipo y otros productos	-2,7	4,8	2,2	0,2	1,8	3,5	0,2	0,2
Exportación bienes y servicios	1,8	3,9	15,2	1,4	1,2	2,4	-1,7	-0,5
Importación bienes y servicios	-4,0	4,4	7,0	0,7	1,6	2,4	-1,4	-0,1
Demanda nacional (b)	-3,1	2,6	2,9	2,1	1,6	1,9	0,1	0,1
Saldo exterior (b)	1,8	0,0	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,1
PIB precios corrientes:	–	–	1346,4	1460,3	1531,6	1597,9	–	–
- miles de mill. de euros								
- % variación	-0,8	3,4	10,2	8,5	4,9	4,3	0,5	-0,2
2. Inflación, empleo y paro								
Deflactor del PIB	0,5	0,8	4,1	5,9	3,3	2,3	0,4	-0,2
Deflactor del consumo de los hogares	1,7	0,7	6,5	4,1	3,1	2,4	0,2	-0,5
Empleo total (Cont. Nac. p.t.e.t.c.)	-3,4	2,6	3,7	3,1	1,3	1,3	1,2	0,4
Remuneración por asalariado e.t.c	2,4	0,9	2,9	5,2	3,0	2,7	0,3	-0,9
Tasa de paro (EPA, % de la pob. activa)	20,2	18,8	12,9	12,1	11,5	10,6	0,2	0,5
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)								
Tasa de ahorro nacional	18,8	21,7	22,1	23,1	23,0	23,2	-0,2	0,3
- del cual, ahorro privado	22,9	23,6	24,1	24,2	23,7	23,8	-0,8	-0,2
Tasa de inversión nacional	21,7	19,4	21,5	20,5	20,6	20,8	-0,5	-0,2
- de la cual, inversión privada	17,7	17,2	18,7	17,7	17,8	17,9	-0,7	-0,5
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-2,9	2,3	0,6	2,5	2,4	2,4	0,3	0,5
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-2,4	2,7	1,5	3,4	3,2	3,0	0,3	0,5
- Sector privado	6,6	6,8	6,3	7,4	6,6	6,3	0,1	0,3
- Saldo AA.PP.	-9,0	-4,1	-4,7	-4,0	-3,5	-3,3	0,1	0,1
Deuda pública según PDE	69,0	101,9	111,6	108,4	107,4	106,4	0,9	1,4
4. Otras variables								
PIB Eurozona	-0,2	1,9	3,4	0,5	0,7	1,3	-0,1	-0,2
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	8,8	6,7	7,6	10,9	8,7	7,9	2,7	2,0
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	128,5	101,6	84,6	74,3	71,1	67,9	-3,8	-3,4
Deuda bruta consolidada soc. no financieras (% del PIB)	112,7	81,6	71,2	65,1	61,6	58,6	-0,5	-0,4
Euríbor 12 meses (% media anual)	1,90	0,01	1,09	3,86	3,44	2,66	-0,05	-0,76
Rendimiento deuda pública 10 años (% media anual)	4,74	1,58	2,19	3,48	2,92	2,58	-0,12	-1,08

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

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

Fuentes: 2008-2022: INE y BE; Previsiones 2023-2025: Funcas.

Cuadro 2

Previsiones trimestrales para la economía española

(Variación en % a precios constantes, salvo indicación en contrario)

Periodo	PIB	Consumo privado (a)	Consumo público	FBCF	Export.	Import.	Contribución al crecimiento del PIB (a)		Empleo (b)	Tasa de paro
							Demanda nacional	Saldo exterior		
2015	3,4	2,7	1,0	4,1	4,7	5,3	3,4	0,0	3,2	22,1
2016	3,4	2,8	1,7	3,2	4,9	3,0	2,7	0,7	2,8	19,6
2017	2,9	2,8	0,8	5,4	5,8	5,6	2,5	0,3	2,9	17,2
2018	3,0	2,5	2,6	8,5	2,9	6,0	3,9	-0,9	2,2	15,3
2019	2,0	1,1	1,9	4,5	2,2	1,3	1,6	0,4	3,3	14,1
2020	-11,2	-12,3	3,6	-9,0	-20,1	-15,0	-9,0	-2,2	-6,5	15,5
2021	6,4	7,1	3,4	2,8	13,5	14,9	6,6	-0,2	7,1	14,8
2022	5,8	4,7	-0,2	2,4	15,2	7,0	2,9	2,9	3,7	12,9
2023	2,4	2,3	2,6	1,8	1,4	0,7	2,1	0,3	3,1	12,1
2024	1,5	2,1	0,4	1,7	1,2	1,6	1,6	-0,1	1,3	11,5
2025	2,0	2,0	0,7	3,3	2,4	2,4	1,9	0,1	1,3	10,6
Variación trimestral, en %										Tasa de paro
2022 I	0,3	-0,1	-0,2	2,7	3,7	2,2	-0,3	0,6	-0,1	13,6
II	2,5	1,4	-1,3	0,0	6,9	0,2	0,0	2,5	-0,1	12,5
III	0,5	2,5	1,4	0,7	-2,6	-0,7	1,3	-0,8	2,0	12,7
IV	0,5	-1,5	1,6	-3,6	0,6	-1,6	-0,3	0,8	0,2	12,9
2023 I	0,6	0,5	0,1	2,8	4,3	4,3	0,4	0,2	0,4	13,3
II	0,4	0,8	1,3	1,8	-3,0	-2,1	0,8	-0,4	0,4	11,6
III	0,3	1,3	1,3	-0,6	-4,1	-2,9	0,8	-0,5	2,4	11,8
IV	0,3	0,5	-2,5	1,7	3,0	4,0	0,1	0,2	0,0	11,9
2024 I	0,2	0,2	0,5	0,0	0,5	0,2	0,2	0,0	-0,2	12,4
II	0,4	0,4	0,5	0,2	0,7	0,3	0,4	0,0	0,1	11,2
III	0,5	0,5	0,6	0,2	1,0	0,4	0,4	0,1	0,2	11,3
IV	0,7	0,5	0,8	0,3	1,2	0,4	0,5	0,2	0,1	11,2
Variación interanual, en %										
2022 I	6,8	6,6	0,0	2,8	18,0	12,2	4,8	2,0	5,3	--
II	7,2	4,9	-1,7	3,1	21,9	9,8	3,1	4,1	5,0	--
III	5,4	5,3	-0,6	4,0	12,9	6,5	3,0	2,3	2,8	--
IV	3,8	2,1	1,6	-0,4	8,7	0,1	0,8	3,1	2,0	--
2023 I	4,1	2,8	1,8	-0,3	9,3	2,2	1,5	2,7	2,5	--
II	2,0	2,3	4,4	1,5	-0,8	-0,2	2,3	-0,3	3,1	--
III	1,8	1,1	4,3	0,2	-2,3	-2,4	1,8	0,0	3,5	--
IV	1,6	3,2	0,1	5,8	0,0	3,1	2,7	-1,1	3,3	--
2024 I	1,3	2,9	0,5	2,9	-3,7	-1,0	2,4	-1,1	2,7	--
II	1,2	2,5	-0,3	1,3	0,0	1,4	1,7	-0,5	2,3	--
III	1,5	1,6	-0,9	2,1	5,3	4,9	1,2	0,2	0,1	--
IV	1,9	1,6	2,4	0,7	3,4	1,3	1,0	0,9	0,2	--

(a) Contribución en puntos porcentuales al crecimiento del PIB.

(b) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

por la subida de los tipos de interés, dificultarán la corrección de los desequilibrios presupuestarios. A falta de ajustes, el déficit se situará en el 3,5 % del PIB en 2024 y la deuda pública superará el 107 %, por encima de los niveles permitidos por las reglas fiscales europeas. El repunte de la actividad previsto para 2025 ayudará a contener el agujero presupuestario, que todavía se situaría en el 3,3 %, mientras que la deuda bajaría apenas un punto porcentual.

Riesgos

El principal riesgo sigue siendo a la baja. A corto plazo, la intensificación de las tensiones en torno al mar Rojo podría desencadenar una nueva disrupción de las cadenas de suministro y de los intercambios comerciales, dificultando el proceso de desinflación. Los fletes marítimos ya se han multiplicado por 3,4 en los últimos dos meses, algo que de persistir podría generar un nuevo *shock* de costes de producción. Ante el riesgo de interrupción de la desescalada de los precios, el BCE podría mantener su arsenal monetario, desmintiendo la hipótesis de recorte de tipos incorporada en estas previsiones. Un encarecimiento de los costes financieros más pronunciado de lo que se contempla en el escenario central plantearía un riesgo mayor de impago para los sectores más vulnerables y de sacudidas en los mercados financieros.

A medio y largo plazo, la persistencia de un déficit público elevado es un factor de vulnerabilidad

para la economía española, en un contexto de reactivación de las reglas fiscales europeas y de retirada del apoyo del banco central, tanto en materia de tipos como de compra de deuda.

Por otra parte, si bien la deuda privada ha alcanzado valores reducidos a nivel agregado, algunas empresas y sectores se enfrentan a cargas financieras elevadas, en un contexto de tipos de interés altos en relación a la era de relajación monetaria. Finalmente, preocupa la atonía de la inversión en bienes de equipo, una circunstancia que no ayuda a alentar las perspectivas de crecimiento de la productividad de la economía española, y que plantea un desafío de cara al impacto macroeconómico de los fondos europeos.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2023a). Central de Balances. Resultados de las empresas no financieras 2022. www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/CentralBalances/22/Fich/ceba22.pdf
- BANCO DE ESPAÑA. (2023b). *Informe de Estabilidad Financiera*. Otoño 2023. www.bde.es/f/webbe/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/23/IEF_Otono2023.pdf
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2023). Previsiones económicas para España 2023-2024; *Cuadernos de Información Económica*, nº 295 (julio-agosto).

Situación de los mercados de vivienda e hipotecario

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

España muestra un aumento persistente en los precios de la vivienda, impulsado más por la demanda mayorista y no residente –que suele ser más especulativa– que por la demanda minorista residencial, a pesar de un contexto económico desfavorable. Esta dinámica ha mermado la asequibilidad de las viviendas, especialmente después de la crisis financiera y la pandemia, donde los precios se recuperaron rápidamente superando el crecimiento salarial. Factores como inadecuadas políticas de suelo de largo plazo y el incremento en la demanda han exacerbado el problema, aumentando la desigualdad entre propietarios y aquellos que no pueden acceder a la compra de una vivienda. Se sugiere enfocar esfuerzos en mejorar el acceso a viviendas asequibles y de calidad, potenciando un mercado de alquiler eficiente, sin intervenciones que eleven sus precios, y aumentando la oferta de vivienda, incluyendo más opciones de vivienda pública, para contrarrestar esta tendencia y favorecer una mayor equidad en el acceso a la vivienda.

Entorno monetario

La vivienda es un elemento esencial en el ciclo de vida y un derecho programático constitucional. No obstante, su accesibilidad se ha convertido en un problema en muchos países y España no es una excepción. En un entorno como el actual, de elevados tipos de interés, el coste para financiación hipotecaria ha subido ostensiblemente respecto al de hace tan sólo un año y medio. Como muestra el gráfico 1, los tipos de interés de mercado (aproximados por el euríbor a un año) se mantuvieron en

negativo hasta mayo de 2022, cuando comenzaron a elevarse hasta llegar al 4,2 % en septiembre de 2023 para luego bajar hasta el 3,7 % con el que se cerró ese mismo año (gráfico 1). De algún modo, esta relativa bajada está reflejando una previsión de que el Banco Central Europeo (BCE) bajará los tipos de interés en 2024.

No obstante, es algo prematuro afirmar sin paliativos que las reducciones de tipos llegarán este año, aunque parece probable. Por un lado, el BCE ha insistido en la idea de que las subidas de tipos

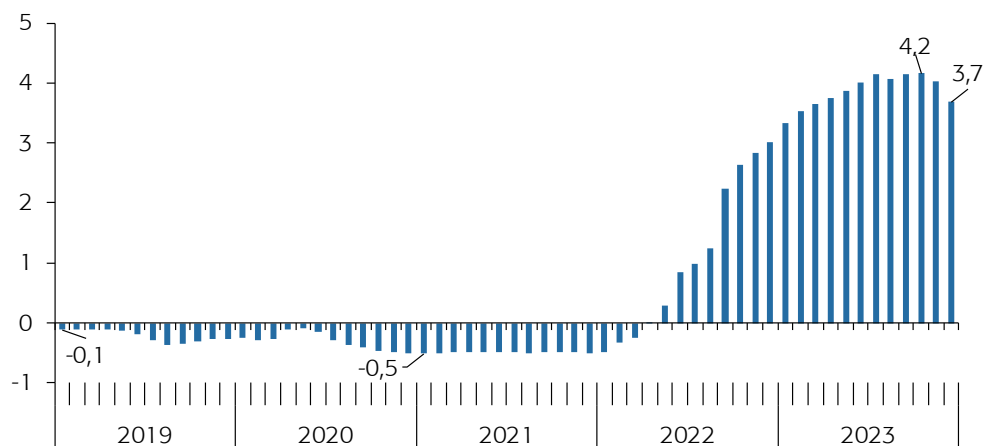
* Universidad de Valencia y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

Gráfico 1

Tipo de interés euríbor a 1 año (enero 2019-diciembre 2023)

(Porcentaje)



Fuente: Euríbor y elaboración propia.

han cesado, pero se mantiene la vigilancia porque la inflación está considerablemente por encima del nivel objetivo. Por otro lado, ha revisado a la baja sus previsiones de inflación, lo que sugiere que sus medidas están teniendo un efecto mayor del esperado o, al menos, se manifiestan en un plazo más reducido. En su reunión de 14 de diciembre de 2023, el Consejo de Gobierno del BCE decidió “mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE.” Asimismo, señaló: “aunque la inflación ha caído en los últimos meses, es probable que vuelva a repuntar temporalmente a corto plazo. De acuerdo con las últimas proyecciones de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, se espera que la inflación descienda gradualmente durante el próximo año y que se acerque a nuestro objetivo del 2 % en 2025. En conjunto, los expertos prevén que la inflación general se situará, en promedio, en el 5,4 % en 2023, el 2,7 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. En comparación con las proyecciones de septiembre, esto supone una revisión a la baja para 2023 y especialmente para 2024”. Eso sí, también señaló el mantenimiento de un tono restrictivo por un plazo aún largo: “Sobre la base de nuestra evaluación actual, consideramos que los tipos de interés oficiales del BCE están en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial

a este objetivo. Nuestras decisiones futuras asegurarán que nuestros tipos de interés oficiales se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario”.

Es importante reseñar, como indica el cuadro 1, que existe una elevada variabilidad en los tipos de interés hipotecarios a escala internacional, incluso dentro de la misma área monetaria, como es el caso de la eurozona. Esto significa que, aunque la política del BCE aparezca como un condicionante fundamental en la determinación del coste financiero de las hipotecas, otros factores de mercado, bancarios y de riesgo macroeconómico configuran igualmente el mismo. Así, por ejemplo, el coste medio hipotecario en España era en marzo de 2023 del 2,70 %, mientras que en la eurozona era del 2,09 %, en Reino Unido del 4,57 % y en Estados Unidos del 6,07 %.

Precios y mercado hipotecario

Aunque para 2023 se esperaba que los precios de la vivienda se moderaran ostensiblemente —y a falta de datos de cierre de año— han sorprendido por su comportamiento al alza, principalmente en la segunda parte del año. Con datos del Instituto

Cuadro 1

Tipos de interés hipotecarios a escala internacional

<i>País</i>	<i>Mes</i>	<i>Tipo de interés hipotecario medio (%)</i>
Finlandia	Diciembre 2022	1,97
eurozona	Marzo 2023	2,09
Portugal	Diciembre 2022	2,15
Países Bajos	Marzo 2023	2,40
Luxemburgo	Marzo 2023	2,42
Bélgica	Marzo 2023	2,43
Francia	Marzo 2023	2,54
Italia	Marzo 2023	2,66
España	Marzo 2023	2,70
República Checa	Marzo 2023	2,81
Bulgaria	Marzo 2023	2,82
Suecia	Marzo 2023	3,02
Suiza	Marzo 2023	3,11
Irlanda	Marzo 2023	3,37
Eslovenia	Marzo 2023	3,41
Dinamarca	Noviembre 2022	3,53
Austria	Marzo 2023	3,60
Eslovaquia	Marzo 2023	3,68
Grecia	Marzo 2023	3,78
Canadá	Noviembre 2022	3,86
Alemania	Marzo 2023	3,88
Noruega	Marzo 2023	4,20
Chile	Marzo 2023	4,31
Lituania	Marzo 2023	4,52
Reino Unido	Marzo 2023	4,57
Corea del Sur	Diciembre 2022	4,63
Hungría	Diciembre 2022	4,85
Estados Unidos	Abril 2023	6,07
Letonia	Marzo 2023	6,76
Australia	Febrero 2023	6,95
Polonia	Marzo 2023	7,12
Rumanía	Marzo 2023	8,08
Brasil	Marzo 2023	11,00
Turquía	Marzo 2023	17,79

Fuente: Statista.

Cuadro 2

Índice de precios de la vivienda (tercer trimestre de 2023)

Vivienda	Índice	Trimestral (%)	En lo que va de año (%)	Anual (%)
Índice general	150,3	2,5	5,3	4,5
Vivienda nueva	172,0	4,1	9,0	11,0
Vivienda de segunda mano	146,9	2,2	4,7	3,2

Fuente: INE.

Nacional de Estadística (INE) de su índice de precios de vivienda a tercer trimestre de 2023, se observaba un crecimiento interanual del 4,5 % que era del 3,2 % en vivienda de segunda mano y del 11 % en vivienda nueva.

Aunque para 2023 se esperaba que los precios de la vivienda se moderaran ostensiblemente –y a falta de datos de cierre de año– han sorprendido por su comportamiento al alza, principalmente en la segunda parte del año.

Es importante señalar, en todo caso, que existen muchos mercados de vivienda en España porque

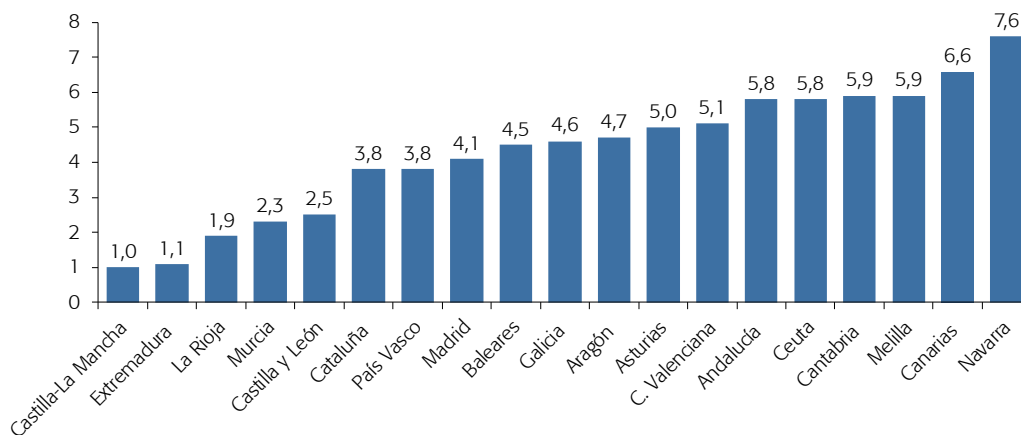
la variación territorial en precios y condiciones de acceso es muy elevada. Así, con la misma referencia temporal del INE, los precios crecieron un 7,6 % en la Comunidad Foral de Navarra en el tercer trimestre de 2023 o un 6,6 % en Canarias, lo que contrasta con el 1 % de variación en Castilla-La Mancha o el 1,1 % en Extremadura (gráfico 2).

La persistencia de subidas de los precios de la vivienda parece no casar del todo con las condiciones macroeconómicas en la medida en que la demanda debería verse afectada negativamente por las subidas de tipos de interés y un crecimiento económico más moderado. Con la inflación, no obstante, las subidas de precios reales son bastante más moderadas. En todo caso, el problema se centra en la oferta. El Banco de España señalaba en 2023

Gráfico 2

Variación anual de precios por comunidad autónoma (tercer trimestre de 2023)

(Porcentaje)



Fuente: INE.

algunas causas de largo plazo¹ y apuntaba de forma especial a la gestión del suelo, señalando la necesidad de revisar la gestión del suelo urbanizable para responder más eficazmente a las necesidades de vivienda. Esto implica que las políticas y regulaciones actuales pueden estar limitando la disponibilidad de terrenos adecuados para el desarrollo de nuevas viviendas.

Asimismo, la pandemia, junto con la guerra en Ucrania y la inflación están teniendo efectos de largo plazo tanto la oferta como la demanda en el mercado inmobiliario.

Asimismo, la pandemia, junto con la guerra en Ucrania y la inflación están teniendo efectos de largo plazo tanto en la oferta como en la demanda en el mercado inmobiliario. Durante la pandemia, los proyectos de construcción de obra nueva se paralizaron y no se retomaron al mismo ritmo que la demanda, lo que ha llevado a una escasez de oferta. Además, los costes elevados de los materiales de construcción han sido un factor desalentador para la iniciación de nuevos proyectos inmobiliarios, lo que ha contribuido a la reducción de la oferta de nuevas viviendas. La restricción de oferta se manifiesta cuando se analizan datos de algunas plataformas *online*, como Casavo², que señala que ocho de cada diez capitales españolas experimentaron una reducción en el *stock* de viviendas de segunda mano ya en 2022, con descensos significativos en ciudades como Madrid y Barcelona. También influye negativamente sobre el parque de viviendas disponible el que los distintos episodios de incertidumbre económica global y el ambiente inflacionario han reducido la confianza para emprender nuevos proyectos inmobiliarios.

Las previsiones para los precios de la vivienda en España en 2024 sugieren una tendencia hacia la moderación y el ajuste, aunque con variaciones

dependiendo de la zona. En general, se espera que el precio de la vivienda siga una trayectoria de crecimiento moderado, influenciada principalmente por la situación de mejora del mercado laboral. Sin embargo, la realidad del mercado inmobiliario español no es homogénea, y se prevén comportamientos distintos según las ciudades y zonas. En grandes ciudades como Madrid y Barcelona, aún se espera una demanda alta y, por lo tanto, aumentos significativos en los precios.

Compraventas e hipotecas

Una cuestión importante es responder a la pregunta sobre cómo se compra la vivienda en España. El INE ofrece algunos datos simples, pero bastante ilustrativos sobre hipotecas y compraventas. Desde enero hasta octubre de 2023 (último dato disponible) el número total de compraventas de vivienda fue de 832.756 pero sólo se hipotecaron 323.998.

Sólo un 38,9 % de operaciones de venta de vivienda se realiza con financiación hipotecaria.

Esto indica que sólo un 38,9 % de operaciones de venta de vivienda se realiza con financiación hipotecaria. Aunque puede haber diferentes aspectos coyunturales que afecten a estas métricas, la interpretación más clara de este contraste es que se realizan numerosas operaciones de inversión mayorista y no residente que determinan de forma importante las transacciones totales en el mercado y, por lo tanto, las subidas de precios. También hay que considerar que otro porcentaje importante de estas operaciones sin financiación hipotecaria se concentra en zonas turísticas y es acaparado para segunda residencia de españoles o por no residentes. En todo caso, también se da en ciudades del interior, lo que incide (tanto en el tramo mayorista como el minorista) en la opción de compra de vivienda

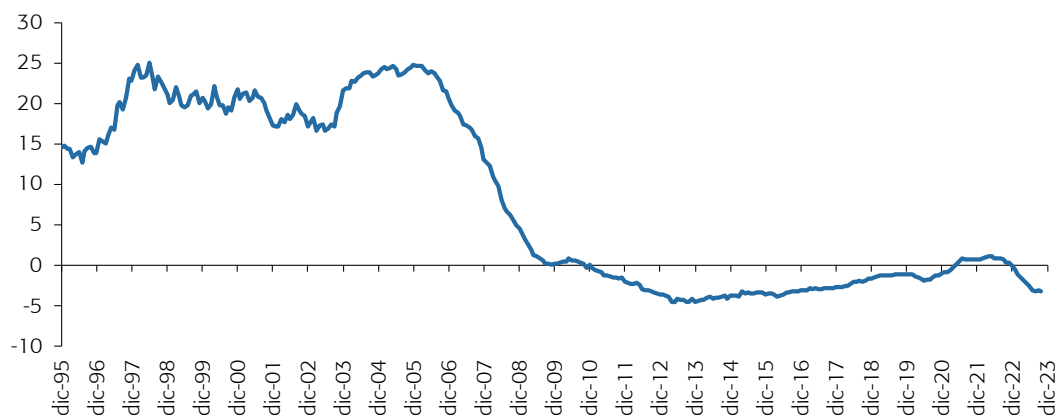
¹ <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/analisis-economico-investigacion/boletin-economico/2023-t2-articulo-09-el-desajuste-entre-la-oferta-y-la-demanda-de-vivienda-y-su-relacion-con-los-precios.html>

² <https://casavo.com/es/blog/inflacion-convierte-la-vivienda-de-segunda-mano-en-el-valor-refugio/>

Gráfico 3

Serie histórica del flujo de financiación a vivienda

(Tasa de variación anual en porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

como inversión no residencial. Esto puede ser un obstáculo también para el acceso a primera vivienda para uso residencial, puesto que incita subidas de precios incluso en coyunturas en los que los fundamentales económicos apuntarían a su reducción. No hay que olvidar que en el prolongado período de tipos de interés reducidos o negativos desde la crisis financiera hasta finales de 2021, la vivienda se convirtió en un destino de inversión fundamental a falta de otras oportunidades de rentabilidad, lo que también ha tenido efectos a largo plazo, incluso aunque los tipos de interés ahora sean más elevados.

España aún no ha encontrado un equilibrio financiero hipotecario entre las tasas de la burbuja financiera y las que corresponden a un entorno monetario más normalizado.

Finalmente, cabe cuestionarse qué está sucediendo con la demanda y oferta de préstamos para vivienda. El gráfico 3 representa una suerte de alegoría de la situación de la financiación hipotecaria en España. Los flujos interanuales de crédito para adquisición de vivienda (nuevas operaciones) no han acabado de recuperarse desde la crisis financiera. El

gráfico cubre una serie histórica larga del Banco de España desde 1995. La variación de este crédito a vivienda estuvo por encima del 15 % a finales de los noventa y en la primera década de este siglo siguió aumentando hasta situarse cerca del 25 % entre 2004 y 2006, en el período probablemente más intenso de gestación de la burbuja inmobiliaria. A lo que se asistió después fue a un desinfe acelerado de este crédito, registrando tasas interanuales negativas durante una década, entre noviembre de 2010 y abril de 2021. Tras la pandemia, las variaciones volvieron a ser positivas, pero, en el entorno del 1 %. Sin embargo, desde diciembre de 2022 han vuelto a ser negativas siendo ya del -3,1 % en octubre de 2023, último dato disponible. Estos datos señalan que España aún no ha encontrado un equilibrio financiero hipotecario entre las tasas de la burbuja financiera y las que corresponden a un entorno monetario más normalizado.

A modo de conclusión: persisten los problemas de accesibilidad

El análisis de la situación del mercado de la vivienda en España muestra una cierta persistencia del crecimiento de precios a pesar de que la

situación económica y el deterioro de la demanda sugeriría una mayor moderación. En todo caso, el contraste entre transacciones de compraventa de vivienda y contratos hipotecarios sugiere que gran parte de los inmuebles están siendo adquiridos por motivo de inversión mayorista no residencial, lo que impulsa aún más los precios y dificulta el acceso. Asimismo, los datos también reflejan la complejidad de un mercado hipotecario que no ha encontrado aún el equilibrio entre un crecimiento de dos dígitos del crédito inmobiliario antes de la crisis financiera y el posterior registro de tasas negativas.

Sea como fuere, la asequibilidad de la vivienda es un factor fundamental para un desarrollo económico y social sostenible. En los últimos años, la asequibilidad de la vivienda ha disminuido en España y otros países y se ha convertido en un tema especialmente controvertido tras la crisis financiera y la pandemia, dado que los ajustes en precios de la vivienda han sido temporalmente reducidos y han estado seguidos de fuertes recuperaciones de precios, por encima del avance de los salarios. Esto se debe a una serie de factores, incluyendo la escasez de suelo, el aumento de la demanda de vivienda y la inversión mayorista y no residente –con una naturaleza más especulativa– en el mercado inmobiliario. Esto significa que las familias de ingresos medios necesitan trabajar más horas para poder pagar

una casa. La disminución de la asequibilidad de la vivienda exacerba la desigualdad, ya que beneficia a los propietarios de vivienda y perjudica a los inquilinos y a las familias que no pueden permitirse adquirir una casa. Asimismo, los problemas de acceso a la vivienda tienen un impacto negativo en la movilidad social. Las familias con menos ingresos y que no pueden comprar una casa pueden verse obligadas a vivir en zonas que ofrecen menos oportunidades de empleo y educación. Algunas políticas urbanísticas y de uso del suelo, particularmente las que no favorecen la oferta de viviendas para uso residencial, han contribuido a deteriorar el acceso a la vivienda.

Las respuestas políticas a los problemas de asequibilidad de las hipotecas suelen ser los subsidios al crédito y la reestructuración de los contratos hipotecarios. Sin embargo, esta estrategia no ha obtenido siempre los resultados esperados. A menudo, las medidas de apoyo de los gobiernos no amortiguan eficazmente los ciclos bajistas de precios de la vivienda y en algunos casos, han contribuido a prolongar las burbujas. Los responsables de las políticas podrían replantearse el fomento de la propiedad en favor de garantizar un acceso inclusivo a viviendas de calidad. Esto incluiría apoyar un mercado de alquiler eficiente (dejando atrás intervenciones que elevan más los precios) y más oferta de vivienda, incluido un parque público más amplio en muchos casos.

Renta, ahorro y riqueza de los hogares españoles: un cuarto de siglo de transformación

Marina Asensio, Marina García y Daniel Manzano*

Los hogares españoles y sus finanzas han sufrido una gran transformación desde comienzos de siglo tras nuestra incorporación a la eurozona. Considerando una doble perspectiva, macro y micro, el artículo recoge las principales conclusiones cuando se realiza un análisis de su comportamiento, tanto a lo largo del tiempo como transversal frente a los principales países de nuestro entorno. La propia evolución y composición de los hogares, así como el comportamiento de su renta, ahorro y riqueza sugiere que se han producido alteraciones de calado que son relevantes para un adecuado diseño de las políticas públicas.

Los hogares constituyen una unidad económica básica. Su comportamiento condiciona y determina la articulación de numerosas políticas públicas por sus implicaciones macroeconómicas, su impacto en la estabilidad financiera o por cómo enfrentar vulnerabilidades que afectan a los propios hogares. Además, lejos de ser unidades estables, tanto su composición como sus características son cambiantes en el tiempo, y en consecuencia también definen el marco en el que toman sus decisiones económicas y financieras básicas relacionadas con el consumo, el ahorro o la inversión. Por supuesto, la propia coyuntura económica, y por consiguiente el nivel y la expectativa de renta futura de las familias, condicionan así mismo tales decisiones.

Un reciente estudio publicado por la Fundación Afi Emilio Ontiveros (Berges y Manzano, 2023), pone el foco en el cambio que ha tenido lugar en el caso de los hogares españoles en este último cuarto

de siglo. A tal fin se utilizan dos fuentes de información que combinadas adecuadamente proporcionan información extraordinariamente relevante. De un lado, de las cuentas financieras y no financieras anuales de la economía española del periodo 2000-2022 obtenemos una "visión macro". Por su parte, para disponer de una "visión micro" se emplean las siete oleadas de las *Encuestas Financieras a las Familias (EFF)* que se han llevado a cabo en nuestro país durante este casi primer cuarto de siglo. La utilización de ambas fuentes de información tiene la ventaja añadida de poder realizar un sólido contraste transversal frente a los otros tres grandes países de la eurozona (Alemania, Francia e Italia) para el mismo periodo al disponer de información homologable: por una parte, las cuentas nacionales que están homogeneizadas en el marco de Eurostat y, por otra, las encuestas *Household Finance and Consumption Survey (HFCS)* sobre la situación financiera y el consumo de los hogares que el

* Afi, Analistas Financieros Internacionales, S.A.

sistema de bancos centrales de la zona del euro armoniza desde 2010 y en las que se integra desde entonces la *EFF*.

La investigación económica acerca del comportamiento financiero de las familias se articula fundamentalmente en base a la teoría del ciclo vital, de tal manera que el ahorro es el resultado de la diferencia entre la renta de cada periodo y el consumo óptimo que los individuos pueden permitirse en cada momento del tiempo dada su restricción presupuestaria. Sobre estas premisas, el comportamiento ahorrador de las familias dependerá de su función de utilidad (que marca la diferente actitud entre consumir hoy o en el futuro), del nivel de incertidumbre sobre los ingresos futuros, y de la accesibilidad y eficiencia de los mercados financieros a los que los hogares pueden acceder para colocar sus ahorros o endeudarse. Bajo la hipótesis del ciclo vital formulada por el premio nobel Franco Modigliani a mediados del siglo XX, la acumulación de ahorro y la adquisición de bienes duraderos tiene lugar en los años de vida laboral, incurriéndose, en general, en desahorro en los años finales de vida no laboral, periodo en el que se pierden rentas y se va liquidando parte de la riqueza acumulada para poder mantener unos determinados niveles de consumo y de servicios necesarios. A la teoría del ciclo vital se han ido incorporado algunas variantes y elementos que explican con más precisión algunos comportamientos de los hogares, proporcionando un marco analítico mayoritariamente aceptado para la interpretación de estos.

Como ya señalábamos anteriormente, hay elementos estructurales como son el tamaño y la composición de los hogares, que condicionan sus finanzas. Y en este punto, conviene señalar, antes de avanzar en el análisis de los principales cambios que han acaecido desde principios de siglo, que se ha producido una gran transformación de estas unidades básicas. Su número ha aumentado extraordinariamente (4 millones más hasta alcanzar casi 19 millones), su tamaño se ha reducido siguiendo la tendencia de décadas anteriores (2,5 miembros en la actualidad) y, finalmente, los hogares han envejecido también singularmente.

A la combinación de factores demográficos como la reducción de la natalidad y el aumento de la esperanza de vida, se han sumado unos flujos de inmigración neta desconocidos históricamente en nuestro país, hasta el punto de representar más del 70 % del crecimiento de siete millones de personas de la población española en el periodo (el mayor en términos relativos de los grandes países de nuestro entorno). La población española ha crecido así un 17 % en el periodo, muy por encima de Francia (12 %) y extraordinariamente más que Italia (4 %) y Alemania (solo un 1 %).

Simultáneamente, el crecimiento de los hogares, superior al observado en la población por razones de muy diversa índole (no sólo demográficas), ha tenido como resultado una reducción de su tamaño medio, aunque este es todavía mayor que en la eurozona y, sobre todo, que en sus dos países más grandes. Hoy en día los hogares constituidos por sólo uno o dos miembros representan ya más del 55 % del total, diez puntos porcentuales más que a inicios de siglo.

No menos relevante es que, en ese cambio estructural que se ha producido, los hogares más jóvenes, aquellos cuyo cabeza de familia tiene una edad inferior a 35 años, se han desplomado en nuestro país casi ocho puntos porcentuales en el periodo. Y no sólo porque la población joven se ha reducido, sino porque simultáneamente se han deteriorado extraordinariamente las condiciones facilitadoras de la creación de nuevos hogares. Tanto que, tras el mencionado desplome, el porcentaje de hogares jóvenes españoles es actualmente menos de la mitad de los franceses y alemanes, apenas algo más de un 7 % mientras que aquellos se sitúan entre el 16 %-18 %.

Los hogares con cabeza de familia de mayor edad (mayores de 65 años) han experimentado un crecimiento en su renta sin haber sufrido caídas con la crisis de 2008, lo que sí sucedió sin embargo en todos los demás tramos de edades.

La disrupción del proceso de convergencia de la economía española con las europeas a raíz de

la crisis financiera de 2008 y sus secuelas, después del insostenible crecimiento soportado en un *boom* inmobiliario cimentado sobre la base de unos muy bajos tipos de interés tras nuestra incorporación al euro, constituye otro elemento esencial para explicar los cambios acaecidos en las finanzas de los hogares. Resultado de dicha crisis, y a pesar de la recuperación posterior, es que la renta bruta disponible per cápita de los hogares españoles apenas ha recuperado en términos reales su nivel existente al inicio del siglo, aumentando su brecha frente a la media de la eurozona y a algunos de sus principales países. Junto a ese aumento de la brecha de renta frente a Europa, no es menos relevante, según ponen de manifiesto los análisis realizados de la renta por cohortes de edad que, más allá de verificarse la teoría de ciclo vital, se ha producido una ampliación de la brecha generacional dentro de los hogares españoles. Los hogares con cabeza de familia de mayor edad (mayores de 65 años) han experimentado un crecimiento en su renta sin haber sufrido caídas con la crisis de 2008, lo que sí sucedió sin embargo en todos los demás tramos de edades, y particularmente en los hogares menores de 35 años, que no han llegado a recuperar los niveles de renta de principios de siglo en términos reales (gráfico 1). Las políticas de protección de los ingresos por pensiones explican en buena medida este comportamiento.

Consustancial al periodo de *boom* inmobiliario que precedió a la crisis de 2008 fue el extraordinario nivel de endeudamiento de las familias españolas, que posteriormente ha devenido en una convergencia hacia los niveles medios de los países europeos. De hecho, en estos últimos años se sitúa incluso por debajo. El 140 % que llegaron a representar los pasivos financieros sobre la renta bruta disponible de los hogares se ha reducido hasta el 90 %, cuando esa misma ratio media de la eurozona se sitúa en el 107 % (gráfico 2).

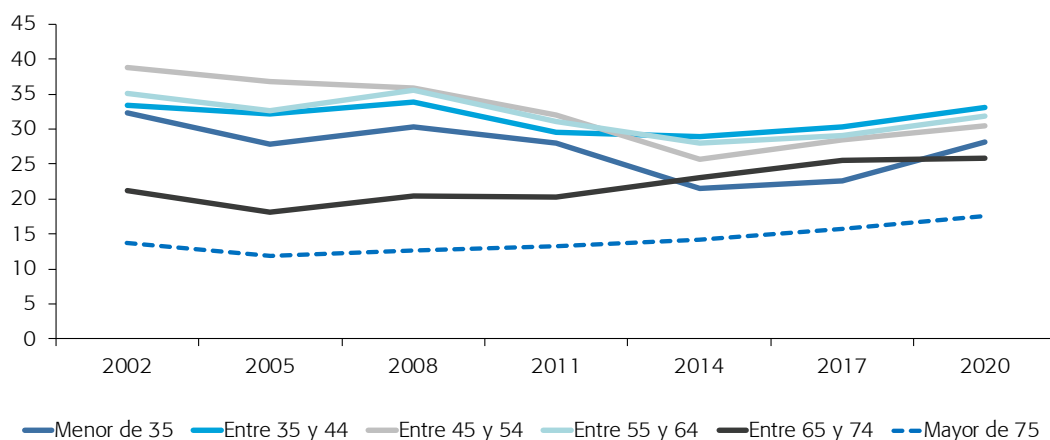
Esa menor tasa de ahorro en términos históricos no es óbice para que los hogares españoles dispongan de un nivel de riqueza relativamente elevado, homologable e incluso mayor a la de los países de nuestro entorno.

Donde apenas se han producido cambios es en la muy baja propensión al ahorro de los hogares, y no menos en su severa volatilidad si comparamos su comportamiento con el de la tasa de ahorro de los hogares de los países de nuestro entorno (gráfico 3). En esa reducida y volátil tasa de ahorro pesan, sin duda, factores históricos y culturales

Gráfico 1

Evolución de la renta mediana por edad del cabeza de familia, 2020

(Miles de euros)

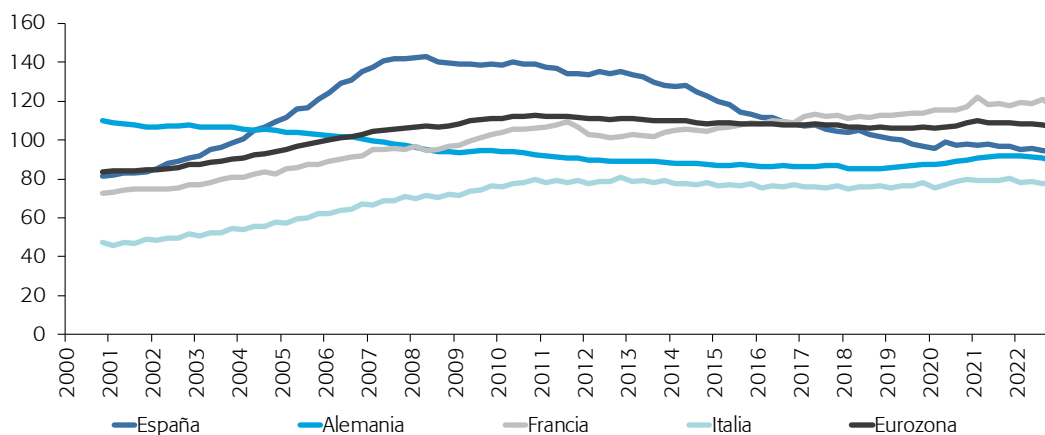


Fuente: Afi, elaboración propia a partir de Banco de España.

Gráfico 2

Pasivos sobre renta bruta disponible

(Porcentaje)



Fuentes: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo, Eurostat y Banco de España.

de carácter agregado como la mayor valoración del disfrute presente y la mayor confianza en redes de protección tanto familiares como del estado de bienestar, muy especialmente en un sistema de pensiones públicas más generoso en términos comparativos. Pero también inciden unos niveles de renta inferiores, así como una mayor

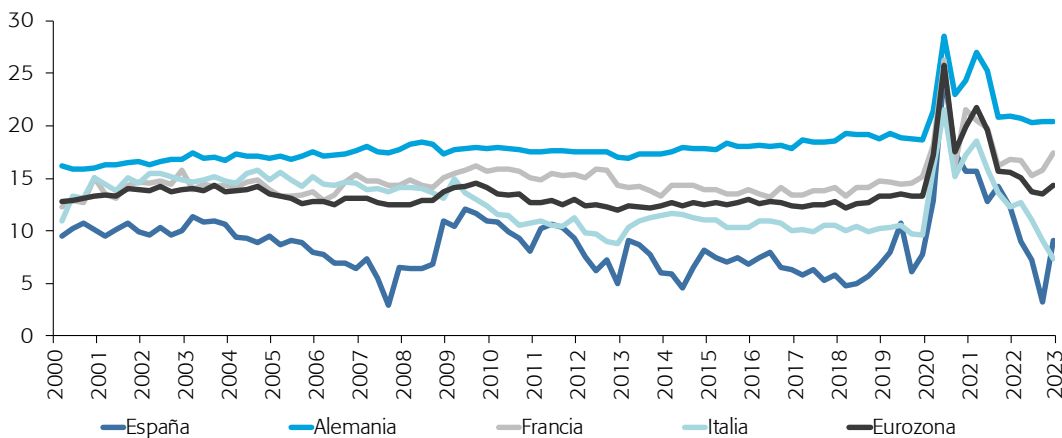
sensibilidad del PIB y del empleo de la economía española a las diferentes condiciones del ciclo económico.

Uno de los resultados más llamativos del análisis realizado es que esa menor tasa de ahorro en términos históricos no es óbice para que los hogares

Gráfico 3

Tasa de ahorro de los hogares de los principales países de la zona del euro

(Porcentaje de ahorro sobre renta bruta disponible)



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat e INE.

españoles dispongan de un nivel de riqueza relativamente elevado, homologable e incluso mayor a la de los países de nuestro entorno. Este resultado contraintuitivo tendría su explicación en que el proceso de acumulación de riqueza de los hogares no es sólo fruto de la adquisición neta de activos que tiene lugar como consecuencia de la materialización del ahorro a lo largo del tiempo. La propia riqueza acumulada (y su composición) se ve impactada por los cambios de valor de los activos que la componen, los cuales proceden de distintas variaciones de los factores que determinan su valoración (tipos de interés, precios de las acciones, precios inmobiliarios...). Y, de hecho, el efecto de revalorización de los activos puede ser tanto o más determinante en la acumulación de riqueza que la propia adquisición neta de activos en la que se materializa regularmente el ahorro. En el caso español, dicho efecto sería responsable de casi tres cuartas partes del aumento de la riqueza de los hogares durante el periodo de análisis, mientras que en Francia, el mejor de los casos, representa el 54 %, y en Alemania e Italia sólo alcanza a explicar el 23 % y el 30 %, respectivamente. El hecho de que además el ahorro materializado en patrimonio inmobiliario tenga mayor relevancia en nuestro país, y que este haya sido el más beneficiado (a pesar de los vaivenes asociados

al *boom* previo y a la crisis posterior a 2008) por la bajada estructural de los tipos a largo plazo tras nuestra incorporación a la eurozona, añadiría dosis de verosimilitud a esta explicación.

Aunque existen otros factores, también explicaría en buena medida la mayor concentración de la riqueza que ha tenido lugar, como ilustran los percentiles más elevados de la distribución de riqueza: el 1 % de hogares más ricos detentaba el 13,8 % de la riqueza en 2002 y alcanzaría en 2020 el 22 % según la *EFF*. Por su parte el 10 % más rico habría pasado del 43,9 % al 53,9 %.

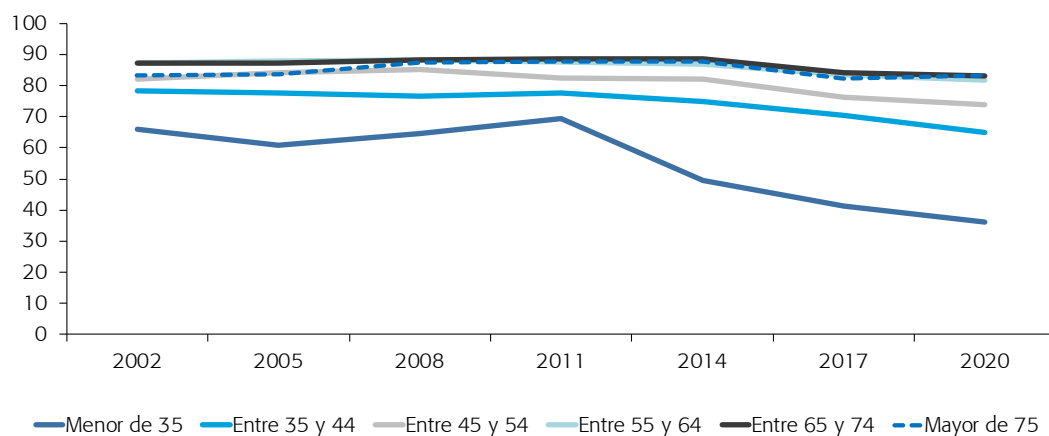
El desplazamiento a un nuevo “modo de vida” basado en el alquiler, topa por otra parte con la inexistencia de un mercado de este tipo verdaderamente profundo que amortigüe las fuertes presiones alcistas de sus precios

Esa revalorización, unido al deterioro de renta real que antes señalábamos, ha hecho a su vez mucho más costoso a las nuevas generaciones el acceso a la vivienda en propiedad. Aun cuando esta no es la única razón, dado que también se están

Gráfico 4

Vivienda principal en propiedad

(Porcentaje por edad del cabeza de familia)



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de Banco de España.

produciendo cambios en las preferencias habitacionales, lo cierto es que los hogares más jóvenes han reducido a la mitad (35 %, desde 70 % al inicio del siglo) su tenencia de vivienda en propiedad (gráfico 4). El desplazamiento a un nuevo “modo de vida” basado en el alquiler, topa por otra parte con la inexistencia de un mercado de este tipo verdaderamente profundo que amortigüe las fuertes presiones alcistas de sus precios. Las dificultades para la emancipación y la consiguiente creación de nuevos hogares jóvenes en España emergen aquí de nuevo.

A pesar de que en este contexto se han duplicado del 10 al 20 % los hogares con vivienda en alquiler, lo cierto es que los hogares españoles siguen aún definiendo una mayor preferencia por la vivienda en propiedad que los países de nuestro entorno. Colateralmente, esto provoca que, en mayor medida, la riqueza financiera se concentre en los hogares de rentas altas. Hasta el punto de que actualmente, y tras un aumento continuado de esa concentración, el 10 % de hogares con mayor nivel de renta acapara prácticamente el 50 % de lo que estrictamente es la riqueza financiera de los hogares. Concentración que es todavía más acusada en el caso del ahorro previsional, tan relevante en otros países de nuestro entorno, y cuya presencia

es apenas testimonial fuera de ese segmento de hogares más favorecido.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA. (2007). Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005. *Boletín Económico*, B12/2007. Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA. (2022). Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2020: métodos, resultados y cambios desde 2017. *Boletín Económico*, 3/2022. Banco de España.
- BERGES, A. y MANZANO, D. (2023). *Finanzas de los hogares 2000-22: escaso ahorro y ampliación de la brecha generacional*. Con la colaboración de MARINA ASENSIO y MARINA GARCÍA. Fundación Afi Emilio Ontiveros.
- EUROPEAN CENTRAL BANK. (2023a). *Household Finance and Consumption Survey (HFCS)*. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/hfcs/html/index.en.html
- EUROPEAN CENTRAL BANK. (2023b). Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2021 wave. *ECB Statistics Paper*, No. 46.

¿Se implican por igual los grandes bancos centrales en la lucha contra el cambio climático?

*Emma Navarro y Judith Arnal**

Aunque se reconoce ampliamente que la formulación de políticas climáticas es responsabilidad primordial de los Gobiernos, los bancos centrales también están tomando medidas para abordar el cambio climático dentro de sus competencias. El examen de la integración de las consideraciones relativas al cambio climático en las operaciones del Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra (BoE) y la Reserva Federal (Fed), destaca que tanto el BCE como el BoE son más proactivos que la Reserva Federal en sus compromisos y medidas políticas para hacer frente a los riesgos climáticos. En particular, el Banco de Inglaterra ha sido pionero en varias iniciativas, mientras que el Banco Central Europeo ha realizado recientemente avances más significativos en otras áreas relativas a la supervisión y reglas de colateral. El grado en que los bancos centrales integran los riesgos climáticos en su labor varía en función del mandato respectivo de cada institución y de las preferencias políticas nacionales en relación con el cambio climático.

Introducción

El cambio climático se considera uno de los retos más urgentes para nuestra sociedad, y los bancos centrales no se están quedando al margen en la respuesta. Aunque se reconoce ampliamente que la formulación de políticas climáticas es responsabilidad primordial de los gobiernos, los bancos centrales están tomando actualmente, medidas para hacer frente a los riesgos financieros relacionados con el clima (en adelante, riesgos climáticos) dentro de sus

competencias, que en general incluyen, la responsabilidad de la estabilidad de precios, la estabilidad financiera y la seguridad y solidez de las instituciones financieras.

Los bancos centrales y los supervisores no han empezado hasta hace poco a considerar el cambio climático como relevante para sus mandatos, pero su implicación ha cobrado gran impulso en los últimos años debido al creciente reconocimiento de los importantes riesgos que plantea para la estabilidad financiera y la economía mundial. Su labor en este

* Técnicos comerciales y economistas del Estado.

ámbito se ha visto respaldada por la colaboración internacional a través de distintos foros (G20, FSB, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea), en los que la Red para la Ecologización del Sistema Financiero (*NGFS*, por sus siglas en inglés) ha desempeñado un papel decisivo.

Pero, ¿están todos los bancos centrales igualmente implicados en la lucha contra el cambio climático o siguen planteamientos diferentes? Para responder a esta pregunta, exploramos cómo tres de los mayores bancos centrales, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra (BoE) y la Reserva Federal (Fed), están integrando el cambio climático en la supervisión microprudencial, la estabilidad financiera y la política monetaria. Los bancos centrales también participan con distintos grados de ambición en los esfuerzos por reducir su huella de carbono o considerar los riesgos climáticos en la gestión de sus carteras no relacionadas con la política monetaria. Sin embargo, estos aspectos no se tratarán en el artículo, por considerarse menos relevantes desde el punto de vista de política económica.

Tanto el BCE como el BoE parecen ir más lejos que la Fed en sus compromisos y medidas políticas para hacer frente a los riesgos climáticos, habiendo sido el BoE el primero en muchas áreas y el BCE el que ha ido más lejos en otras.

Tanto el BCE como el BoE parecen ir más lejos que la Fed en sus compromisos y medidas políticas para hacer frente a los riesgos climáticos, habiendo sido el BoE el primero en muchas áreas y el BCE el que ha ido más lejos en otras. Frente a ellos, las acciones de la Fed con respecto al cambio climático tienen un alcance más limitado, centrándose en la supervisión microprudencial y la estabilidad financiera y dejando completamente al margen la política monetaria.

¿Refleja esta situación únicamente la decisión de los bancos centrales o podrían otros elementos ayudar a explicarla? Como argumentaremos, el hecho de que algunas de las medidas relacionadas con el clima adoptadas por los bancos centrales vayan más

allá de sus mandatos primarios, buscando apoyar políticas económicas generales, junto con la difícil situación política en Estados Unidos y una aparente rebaja de la ambición en las políticas climáticas del Gobierno del Reino Unido, podría explicar por qué es difícil para la Fed tomar medidas de gran alcance en lo que respecta al cambio climático y por qué el liderazgo del BoE en la materia parece estar perdiendo impulso.

Supervisión microprudencial y estabilidad financiera

El trabajo de los bancos centrales y los supervisores sobre el cambio climático comenzó con su reconocimiento como fuente de riesgo financiero, tanto a través de los riesgos físicos (como los fenómenos meteorológicos extremos) como de los riesgos de transición (derivados de la transición a una economía baja en carbono). Por tanto, se entendió que entraba dentro de sus competencias garantizar que el sistema financiero se mantuviese resistente a estos riesgos.

Reconocimiento temprano y pasos iniciales

De las tres instituciones consideradas, el Banco de Inglaterra ha sido la primera en actuar, empezando a considerar los riesgos financieros relacionados con el clima ya en 2015. En septiembre de ese año, Mark Carney, gobernador del Banco, pronunció su famoso discurso en el que alertó de los riesgos del cambio climático para el sistema financiero y de la posibilidad de una crisis financiera sistémica ocasionada por estos riesgos. Tras un primer informe en 2015 centrado en el sector asegurador, en septiembre de 2018, la Autoridad de Regulación Prudencial (PRA) publicó un análisis de los riesgos derivados del cambio climático a los que se enfrenta el sector bancario británico y estableció un programa de trabajo futuro sobre los riesgos climáticos. Y en el *Informe de Estabilidad Financiera de 2019*, el Comité de Política Financiera (FPC) realizó una evaluación *top-down* de las exposiciones de los bancos británicos a los riesgos físicos y de transición. Además, el liderazgo del BoE también es visible en

su papel como uno de los miembros fundadores del Network for Greening the Financial System (NGFS) en 2017, así como en su pronta adopción de una estrategia climática y un marco de gobernanza interna para abordar las cuestiones climáticas.

El BCE se incorporó al NGFS como miembro permanente en mayo de 2018, año en el que se aceleró su labor en materia climática. Los riesgos climáticos se identificaron en la evaluación de riesgos de la supervisión bancaria del BCE para 2019. En un artículo especial de su *Financial Stability Review* de noviembre de 2019 también se evaluó el impacto de los riesgos físicos y de transición.

La Fed sigue por detrás de sus homólogos en la integración de los riesgos climáticos en sus funciones de supervisión y estabilidad financiera, pero su labor parece acercarse gradualmente a las tendencias dominantes entre los bancos centrales del G20. La Fed comenzó en 2019 a reconocer públicamente la naturaleza sistémica de los riesgos climáticos, un cambio posiblemente influido por los debates que tenían lugar en foros internacionales en los que participaba la institución. La Fed dio un paso importante al unirse formalmente al NGFS en diciembre de 2020, poco después de la toma de posesión de la nueva administración Biden. A principios de 2021, la Fed creó dos grupos de comités internos para mejorar su comprensión de los riesgos climáticos: el Comité Climático de Supervisión (SCC, por sus siglas en inglés), centrado en las empresas supervisadas, y el Comité Climático de Estabilidad Financiera (FSCC, por sus siglas en inglés). La institución ha descrito en repetidas ocasiones su mandato en relación con los riesgos climáticos como *importante, pero limitado y estrechamente vinculado a sus responsabilidades de supervisión bancaria y estabilidad financiera*.

Expectativas de supervisión

En línea con su papel pionero, en abril de 2019, el BoE se convirtió en el primer banco central en establecer expectativas de supervisión climáticas. Abarcaban cuatro áreas clave (gobernanza, gestión de riesgos, análisis de escenarios y divulgación) e instaban a los bancos y aseguradoras a identificar,

medir, gestionar e informar eficazmente sobre sus exposiciones a los riesgos climáticos. Desde entonces, los riesgos climáticos han figurado entre las prioridades de supervisión de la PRA, que ha proporcionado más información temática a través de dos “cartas a los directores generales”, incorporando observaciones de sus procesos de supervisión. En su carta de julio de 2020, la PRA puso de relieve algunas lagunas detectadas en las prácticas de las empresas y fijó finales de 2021 como plazo para que las empresas hubieran incorporado plenamente sus expectativas. A partir de 2022, la PRA pasó de evaluar cómo las entidades integraban sus expectativas climáticas a una supervisión activa de estas expectativas. En su carta de octubre de 2022, la PRA estimaba que todas las entidades debían seguir avanzando en la integración y advertía de que podría utilizar todo el arsenal de instrumentos de supervisión para aquellas cuyos esfuerzos se considerasen insuficientes. Esto sugiere que eventualmente podrían imponerse requisitos de capital adicionales dentro del marco del Pilar 2 de la regulación de capital.

En la eurozona, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) del BCE publicó en noviembre de 2020 su guía sobre riesgos relacionados con el clima y el medio ambiente, que establece sus expectativas de supervisión en materia de gestión y divulgación de riesgos. En 2022, puso en marcha una revisión temática que incluía la evaluación de las estrategias de las instituciones en materia de riesgos climáticos, gobernanza y marco y procesos de gestión de riesgos. Los resultados del ejercicio se publicaron en noviembre de 2022, junto con un código de buenas prácticas que las entidades podían utilizar para ajustar sus prácticas a las expectativas del BCE. El BCE también fijó plazos escalonados para que las entidades de crédito cumplieran progresivamente todas las expectativas de supervisión, con una plena alineación prevista para finales de 2024. En la actualidad, las conclusiones sobre los riesgos climáticos ya se han incorporado al proceso de supervisión y, en el caso de un número relativamente pequeño de bancos, esto ha repercutido en los requisitos de capital del Pilar 2. Además, en los últimos años, las autoridades de supervisión han adoptado una serie de medidas para reducir los riesgos climáticos. Por

otro lado, en los últimos años, los riesgos climáticos han figurado entre las prioridades de supervisión del MUS, pasando a ser su segunda prioridad para el período 2024-2026.

En la actualidad, las conclusiones sobre los riesgos climáticos ya se han incorporado al proceso de supervisión y, en el caso de un número relativamente pequeño de bancos, esto ha repercutido en los requisitos de capital del Pilar 2.

En octubre de 2023, la Fed publicó, junto con los otros dos principales reguladores bancarios federales de Estados Unidos, los principios interinstitucionales para la gestión del riesgo financiero relacionado con el clima para las grandes instituciones financieras, consolidando las distintas propuestas que las instituciones habían realizado por separado en 2021 y 2022. Los principios proporcionan expectativas de supervisión de alto nivel sobre cómo deben gestionar los riesgos climáticos las organizaciones bancarias con más de 100.000 millones de dólares en activos consolidados. La Fed aclara explícitamente que los principios no prohíben ni desincentivan la prestación de ningún tipo o clase de servicios bancarios legales por parte de las instituciones financieras. A diferencia de las expectativas supervisoras de los otros bancos centrales, en su caso, también se espera que los bancos garanticen que las comunidades vulnerables y los clientes desatendidos no se vean perjudicados inadvertidamente por sus esfuerzos de mitigación de los riesgos climáticos. Es interesante observar los dos votos discrepantes en la aprobación de la Fed, que reflejan la falta de consenso en el país sobre los riesgos climáticos.

Pruebas de resistencia climática

El BoE fue el primer banco central en esbozar planes para realizar un ejercicio de pruebas de estrés climático. En julio de 2019, anunció que su Escenario Exploratorio Bienal de 2021, un ejercicio que el banco lleva a cabo regularmente para evaluar los riesgos no cubiertos por las pruebas de estrés de solvencia anuales, exploraría la resiliencia del sistema

financiero del Reino Unido a los riesgos climáticos físicos y de transición. El ejercicio se puso en marcha en junio de 2021 y puso a prueba tanto a los grandes bancos como a las compañías de seguros frente a tres escenarios climáticos a 30 años que incluían una actuación temprana, tardía y ninguna actuación política adicional. El ejercicio se concibió como una herramienta de aprendizaje para desarrollar las capacidades tanto del BoE como de los participantes, y no se pretendía utilizarlo para establecer requisitos de capital relacionados con los riesgos climáticos. Los resultados, publicados en mayo de 2022, revelaron un nivel importante de pérdidas para las empresas en todos los escenarios, provocando un lastre significativo en su rentabilidad anual. Las pérdidas previstas serían sustancialmente inferiores en un escenario temprano y ordenado (un 30 % menos en comparación con el escenario de actuación tardía). Estos resultados se han integrado en el diálogo de supervisión con las empresas.

En julio de 2022, el BCE hizo públicos sus resultados de la prueba de resistencia climática *bottom-up*. El ejercicio reveló que, en un escenario de riesgo de transición desordenada a corto plazo, de tres años de duración, y en los dos escenarios de riesgo físico (riesgo de inundación y riesgo de sequía y calor), las pérdidas combinadas por riesgo de crédito y de mercado de los 41 bancos que facilitaron proyecciones ascenderían a unos 70.000 millones de euros. Como en el caso del ejercicio del BdE, se preveía que las pérdidas serían notablemente inferiores en una senda de transición climática ordenada.

El BCE también realizó en septiembre de 2021 una prueba de resistencia climática *top-down* para toda la economía que mostró que los efectos de los riesgos climáticos se concentran en determinadas zonas geográficas y sectores, con un impacto potencial significativo para las empresas y los bancos más expuestos a los riesgos climáticos. Además, el impacto sobre los bancos en términos de pérdidas estaría impulsado principalmente por el riesgo físico y podría ser grave durante los próximos 30 años.

En septiembre de 2022, la Fed anunció un ejercicio piloto de análisis de escenarios climáticos para que los seis mayores bancos estadounidenses con

objeto de analizar el impacto de diferentes escenarios de riesgos climáticos tanto físicos como de transición sobre activos específicos de sus carteras. El ejercicio buscaba conocer las prácticas de gestión de riesgos climáticos de los grandes bancos, así como mejorar la capacidad de la Fed y de los bancos participantes para identificar, medir, supervisar y gestionar estos riesgos. La Fed dejaba claro que los análisis de escenarios climáticos eran ejercicios distintos y separados de las pruebas de resistencia regulatorias, debido a su carácter exploratorio y a que no tendrían consecuencias para el capital de las entidades. El ejercicio se puso en marcha a principios de 2023 y sus resultados agregados estaban previstos para finales de 2023. En el momento de redactar este informe, no se habían publicado los resultados.

Requisitos de capital

El BoE ha estudiado la relación entre el cambio climático y el marco de capital regulatorio. Su informe de adaptación al cambio climático de 2021 declaraba que el capital regulatorio no era una herramienta adecuada para abordar las causas subyacentes del cambio climático y advertía contra la introducción en los marcos de capital regulatorio de factores para apoyar inversiones verdes o penalizar exposiciones de carbono. Sin embargo, reconocía que los actuales marcos de capital regulatorio sólo captaban parcialmente los riesgos climáticos. Para profundizar en el tema, el BoE convocó una conferencia investigadora en octubre de 2022 y presentó sus conclusiones en marzo de 2023. Aunque no anunció ningún cambio de política, el banco se comprometió a seguir explorando las posibles carencias del marco de capital y si algunas de las herramientas regulatorias específicas pueden resultar apropiadas, especialmente los instrumentos macroprudenciales.

En la UE, aunque el BCE no participa directamente, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) ha recomendado mejoras específicas para acelerar la integración de los riesgos ambientales y sociales en el Pilar 1, aunque aún está por ver si esto se traducirá en cambios normativos efectivos. Además, el BCE y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) están estudiando el posible uso de algunas herramientas

macroprudenciales existentes para hacer frente a los riesgos climáticos, como el colchón de riesgo sistémico.

Política monetaria

Los bancos centrales de todo el mundo están integrando cada vez más las consideraciones relativas al cambio climático en sus funciones de política monetaria, aunque la integración está obviamente enmarcada en el mandato de cada uno. Como veremos, existen divergencias significativas a cada lado del Atlántico.

Mandatos

Tanto en el caso del BoE como del BCE, su función en materia de política monetaria persigue mantener la estabilidad de precios como objetivo primario y, supeditado a ello, como objetivo secundario, apoyar las políticas económicas generales del Gobierno del Reino Unido y de la Unión Europea, respectivamente.

Ambos bancos centrales consideran que el cambio climático podría tener implicaciones cruciales para su objetivo primario de estabilidad de precios, principalmente a través de cuatro canales que deben vigilar y comprender: 1) el deterioro de los mecanismos de transmisión de la política monetaria; 2) una posible disminución del tipo de interés real de equilibrio; 3) el impacto directo sobre la dinámica de la inflación y 4) la protección del balance del banco central. Por esta razón, están intensificando sus esfuerzos de investigación para comprender cómo afectarán a la macroeconomía el cambio climático y la transición a la neutralidad climática e integrar estos aspectos en sus modelos macroeconómicos.

En cuanto a su objetivo secundario, tanto el Reino Unido como la Unión Europea tienen políticas climáticas ambiciosas y un compromiso decidido con la neutralidad climática.

En este sentido, y centrándonos en el BoE, las competencias de sus tres comités de política se

actualizaron en marzo de 2021 en la carta que cada año envía el ministro de Finanzas esbozando las prioridades y objetivos del Gobierno para la institución. Los nuevos cometidos incluían “la transición hacia una economía con neutralidad climática, sostenible y resiliente desde el punto de vista medioambiental” como parte de la estrategia económica del Gobierno, que los comités deben tener en cuenta en relación con su objetivo secundario. En cualquier caso, la interpretación que el banco ha hecho de las nuevas competencias ha sido más bien conservadora. Ciñe su papel en la transición a la neutralidad climática a “entender cómo las diferentes vías de transición podrían afectar a la macroeconomía, a la estabilidad del sistema financiero en general y a la seguridad y solidez de las empresas que regula”.

La aprobación de la revisión de la estrategia del BCE para 2020-21 supuso un revulsivo para acelerar su implicación en asuntos climáticos. Posteriormente, en julio de 2021, el BCE presentó un plan de acción para incluir consideraciones sobre el cambio climático en la aplicación de la política monetaria. Como afirmó Christine Lagarde en su discurso de noviembre de 2023 ante el Parlamento Europeo, el BCE considera que el cambio climático es relevante para su trabajo tanto desde la perspectiva de su objetivo primario como secundario. Sin embargo, al mismo tiempo, varios miembros del Comité Ejecutivo del BCE han dejado claro que el BCE es un receptor de la política climática, más que un formulador de la misma.

La Fed entiende que su “doble mandato” de estabilidad de precios y máximo empleo no deja margen para integrar el cambio climático en su función de política monetaria. El presidente de la Fed, Jerome Powell, ha hablado sin ambigüedades en varias ocasiones alertando de que “la Fed debe ceñirse a sus objetivos y autoridades estatutarios” y que “sin una legislación explícita del Congreso, sería inapropiado [que la Fed] utilizara [su] política monetaria o sus herramientas de supervisión para promover una economía más verde o para lograr otros objetivos basados en el clima”. Como dijo a principios de 2023, la Fed no es ni será “responsable de formular la política climática”.

Divulgación y gestión del riesgo climático en las carteras de activos de política monetaria

El BoE fue el primer banco central en divulgar los riesgos climáticos asociados a sus activos de política monetaria, lo que comenzó a hacer como parte de su informe anual de divulgación financiera climática desde junio de 2020. Su informe de divulgación de 2023 evalúa los riesgos relacionados con el clima de sus distintas carteras de activos utilizando diferentes métricas asociadas a los riesgos climáticos físicos y de transición y mediante análisis de escenarios.

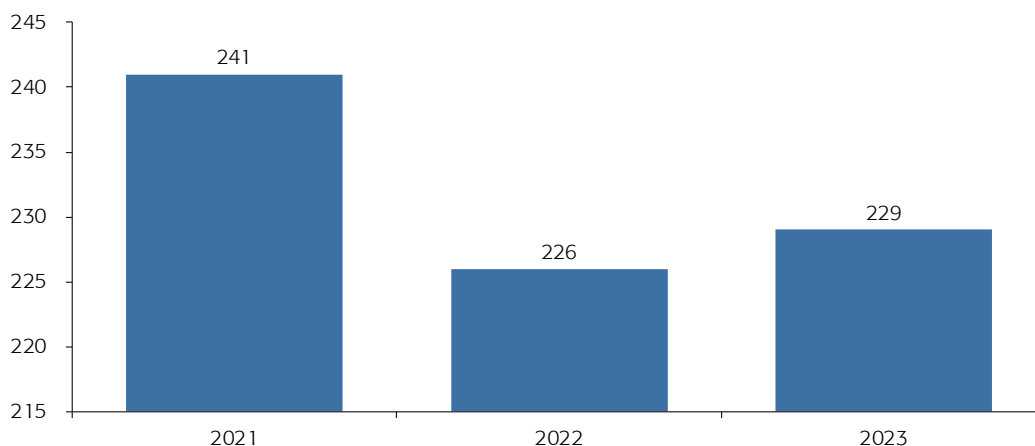
El BCE también realizó en 2022 una prueba de resistencia al riesgo climático del balance del Eurosistema, que reveló que tanto los riesgos de transición como los físicos tienen un impacto material en su perfil de riesgo. El Eurosistema publicó información relacionada con el clima sobre sus tenencias de bonos corporativos por primera vez en marzo de 2023, y los futuros informes se publicarán anualmente.

Incorporación del clima a las operaciones de política monetaria

En respuesta a su nuevo cometido, el BoE anunció en mayo de 2021 su intención de ajustar la composición de su Programa de Adquisición de Bonos Corporativos (*CBPS*, por sus siglas en inglés) para tener en cuenta el impacto climático de los emisores. El nuevo enfoque se adoptó en noviembre de 2021 con el objetivo de reducir en un 25 % la intensidad de carbono de esta cartera para 2025 y alcanzar la plena alineación a la neutralidad climática en 2050. Para ello, las compras corporativas se sesgarían hacia aquellas empresas que cumplieren ciertos criterios de elegibilidad climática y que hubiesen obtenido los mejores resultados dentro de sus sectores, según un sistema de puntuación climática. Esto implicaba abandonar el principio de neutralidad del mercado que había guiado tradicionalmente las compras para minimizar las distorsiones en el coste relativo de crédito entre sectores.

Hasta la fecha, la incorporación de criterios climáticos en el programa *CBPS* ha sido el instrumento político emblemático del BoE para apoyar

Gráfico 1

Intensidad media de carbono de la cartera de CBPS(tCO₂e/millones de libras de ingresos)

Fuente: Banco de Inglaterra.

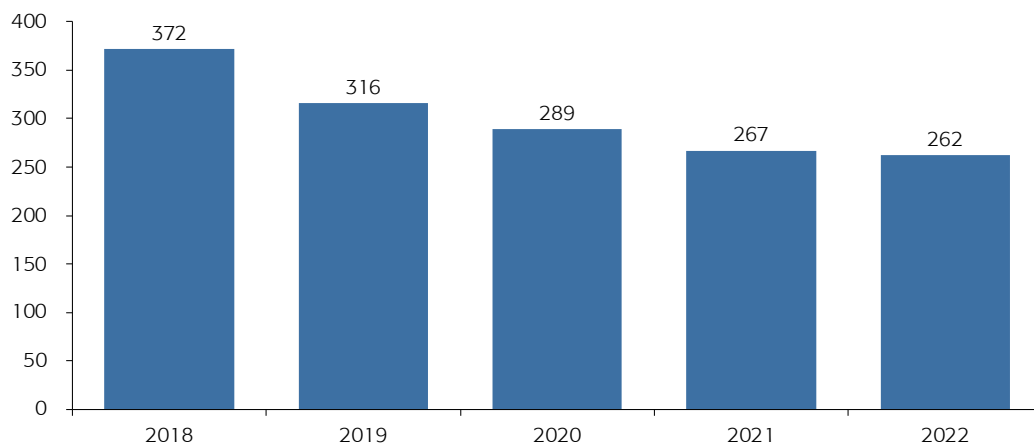
la transición, ya que el banco aún no ha seguido una dirección similar con su marco de “colateral”. Sin embargo, la relevancia práctica de esta medida ha sido bastante limitada. Cuando se puso en marcha el nuevo enfoque de compras corporativas, el banco únicamente reinvertía vencimientos de los bonos corporativos, y pocos meses después, se interrumpieron esas reinversiones y se puso en marcha un programa de venta activa de bonos. De hecho, como se muestra en el gráfico 1, la intensidad media ponderada de carbono (*WACI*) de los *CBPS* sólo ha disminuido ligeramente entre 2021 y febrero de 2023, impulsada por una combinación de cambios en las ponderaciones de la cartera y cambios en la intensidad de carbono de las empresas. Sin embargo, el BoE podría reanudar las compras de bonos corporativos si se produce una nueva crisis.

En el caso del BCE, el banco comenzó en octubre de 2022 a inclinar sus compras corporativas hacia emisores con un mejor comportamiento climático. Este giro abarcaba tanto el Programa de Adquisición de Activos (*APP*) como el Programa de Emergencia Pandémica (*PEPP*) y requería el cálculo de una puntuación climática específica para cada emisor. Sin embargo, desde que el Consejo de Gobierno del BCE decidió interrumpir las reinversiones de su programa *APP* a partir de julio de 2023, el avance

del BCE hacia las inversiones verdes ha disminuido significativamente. Según el gráfico 2, el *WACI* de las carteras del sector corporativo del BCE se ha reducido notablemente, pero el 75 % de la disminución se produjo entre 2018 y 2020, en gran parte debido a los esfuerzos de descarbonización de los emisores. Después de 2021, se produjo un repunte de las emisiones de los emisores debido al aumento de la actividad económica y de la demanda de energía y materiales tras el COVID-19. El BCE inició sus prácticas de este tipo en el último trimestre de 2022, lo que dio lugar a un *WACI* más bajo para las reinversiones en los últimos meses de 2022 en comparación con los nueve meses anteriores. En cualquier caso, de forma similar al BoE, el impacto global de las prácticas de impacto climático ha sido relativamente limitado debido a su corta duración.

El BCE también ha tomado medidas para envejecer su sistema de activos de garantía o “marco de colaterales”. Desde 2022, los riesgos climáticos se tienen en cuenta al revisar los recortes aplicados a los bonos corporativos utilizados como garantía, y antes de finales de 2024, la institución limitará la proporción de activos emitidos por entidades con una elevada huella de carbono que las contrapartes pueden pignorar como garantía al obtener préstamos del Eurosistema. Además, a partir de 2026, el

Gráfico 2

Intensidad media de carbono de la cartera de participaciones empresariales del Eurosistema(tCO₂e/millones de libras de ingresos)

Fuente: Banco Central Europeo.

BCE exigirá a los emisores que cumplan la Directiva sobre Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD) para aceptar sus activos de garantía.

El BCE también está explorando otras medidas. Frank Elderson (2023), miembro del comité ejecutivo del banco, ha defendido extender la incorporación de los riesgos climáticos también a las tenencias de bonos del sector público, bonos que representan el grueso de los activos de política monetaria. También ha sugerido introducir consideraciones climáticas a las operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO*), aunque por el momento se ha descartado, ya que los problemas de datos dificultan la definición de criterios del objetivo ecológico.

Mirando al otro lado del Atlántico, la Fed no planea introducir aspectos climáticos en sus operaciones monetarias por las razones antes indicadas. Al hablar de ello en 2020, el presidente de la Fed, J. Powell, expresó su compromiso con la neutralidad del mercado, afirmando que “históricamente, la Fed ha rehuído enérgicamente asumir un papel en la asignación del crédito” y que sería reacio a que la institución “eligiera un área como solvente y otra no”.

Conclusiones

Aunque los bancos centrales suelen mostrar un alto grado de convergencia en cuanto a objetivos, marcos e instrumentos, el grado en que han integrado los riesgos climáticos en su labor varía en función del contexto político nacional. En el cuadro 1 se presenta un resumen de las principales acciones emprendidas por cada banco central. Como muestra el cuadro, la mayoría de las diferencias se encuentran en el ámbito de la política monetaria, a pesar de que comparten la opinión de que la transición hacia una economía con bajas emisiones de carbono debe ser dirigida por los Gobiernos.

El Banco de Inglaterra ha sido pionero en la mayoría de los ámbitos, pero su liderazgo en materia climática parece estar perdiendo impulso. Por ejemplo, el banco no ha lanzado ninguna nueva medida significativa en el último año y el cambio climático parece estar menos presente en los discursos públicos de la institución. Además, se ha mostrado bastante conservador en la interpretación de su objetivo secundario y parece asumir que su papel en la transición es garantizar la estabilidad financiera y monetaria. Acontecimientos recientes también podrían sugerir que el Gobierno británico

Cuadro 1

Resumen de las principales iniciativas adoptadas en materia de cambio climático

	BCE	Banco de Inglaterra	Reserva Federal
Reconocimiento temprano	Incorporación a NGFS en 2018 y comienza a evaluar riesgos climáticos.	Primero en considerar los riesgos climáticos desde 2015. Miembro fundador de NGFS.	Empieza a reconocer el carácter sistémico de riesgos climáticos en 2019. Se une a NGFS en 2020.
Expectativas de supervisión	Publicación de una guía sobre riesgos climáticos en 2020, revisión temática en 2022.	Fija expectativas de supervisión climática en 2019, supervisión activa en función de estas expectativas desde 2022.	Principios de gestión del riesgo climático para los grandes bancos aprobados a finales de 2023.
Pruebas de resistencia climática	Realización en 2022 de pruebas de estrés climático para evaluar la resistencia de los distintos bancos a los riesgos climáticos. En 2021 se llevó a cabo un ejercicio <i>top down</i> en toda la economía para comprender las repercusiones macroeconómicas del cambio climático y sus efectos indirectos al sistema financiero.	Lanza su ejercicio de Escenario Exploratorio Biental sobre el Clima (CBES) en 2021 para evaluar la resistencia de los grandes bancos y aseguradoras a los riesgos climáticos. Los resultados se publicarán en 2022.	Análisis piloto de escenarios climáticos para grandes bancos anunciado en 2022 y realizado en 2023. Resultados aún no publicados.
Requerimientos de capital	La revisión del marco regulador del capital para incorporar los riesgos climáticos está en curso en la UE, pero el BCE desempeña un papel indirecto. La evaluación del riesgo climático en el proceso de supervisión ha dado lugar a un aumento de los requisitos de capital del Pilar 2 para algunos bancos.	Se ha estudiado la relación con el capital regulatorio, pero aún no se ha producido ningún cambio de política. Ha indicado que podría utilizar todas sus herramientas de supervisión (que incluyen requisitos adicionales de capital del Pilar 2) para los bancos que no cumplan sus expectativas de supervisión climática.	No se ha tomado acción alguna.
Integración de la política monetaria	Sesgo de las compras de bonos corporativos hacia los más respetuosos con el clima a partir de octubre de 2022. Incorpora el clima en su marco de garantías (colateral) en 2022.	Comenzó a sesgar las compras de bonos corporativos hacia los de mejor comportamiento climático en noviembre de 2021. Debido a la finalización de la expansión cuantitativa, la nueva estrategia solo afectó a las reinversiones entre noviembre y enero de 2022.	No se integra el cambio climático en la política monetaria.
Divulgación de la cartera de política monetaria	En 2022 realizó una prueba de resistencia climática en el balance del Eurosistema. En 2023 comenzó a divulgar información relacionada con el clima de las tenencias de bonos corporativos.	Desde 2020 divulga los riesgos climáticos de su cartera de política monetaria, diferenciando los distintos programas de compra. Utiliza diferentes métricas climáticas y realiza análisis de escenarios.	No hay divulgaciones específicas relacionadas con el clima para la cartera de política monetaria.

Fuente: elaboración propia.

ha relajado la prioridad de las políticas climáticas, como por ejemplo el anuncio de un nuevo *enfoque más proporcionado y pragmático* hacia la neutralidad climática realizado en septiembre de 2023. En la misma línea, la carta anual al FPC que el ministro Hunt publicó en noviembre de 2023 también se ha interpretado como una rebaja de la de los trabajos climáticos en las orientaciones del Gobierno a la institución. Por otro lado, las críticas que recientemente ha recibido la institución por su actuación en el control de la inflación se han extendido a la labor climática del banco. En noviembre de 2023, la Cámara de los Lores recomendó al Tesoro “podar” las competencias del Banco de Inglaterra, al considerar que su ampliación al cambio climático y otras cuestiones podría poner en peligro su independencia y obstaculizar su capacidad de priorizar a su objetivo principal de estabilidad de precios.

El Banco de Inglaterra ha sido pionero en la mayoría de los ámbitos, pero su liderazgo en materia climática parece estar perdiendo impulso.

El BCE empezó a trabajar en relación con el clima más tarde que su homólogo británico, pero hoy en día tiene el enfoque más ambicioso y proactivo de las tres instituciones. Esto es visible en el frente de la supervisión, donde los riesgos climáticos ya están teniendo un impacto en los requisitos de capital del Pilar 2 para algunos bancos, pero también en la ambiciosa ecologización de sus normas sobre garantías, una medida que el BoE aún no ha tomado. Sin duda, la actuación del BCE en materia

climática ha aumentado en paralelo a la presión del Parlamento Europeo y a la creciente ambición de las políticas climáticas de la UE, especialmente tras el lanzamiento del Acuerdo Verde Europeo. Esto también se refleja en las declaraciones públicas de los dirigentes del BCE.

La Fed tiene un enfoque diferenciado en comparación con las otras dos instituciones, no tanto en estabilidad financiera y supervisión, donde la institución se está acercando lentamente a la corriente principal de la banca central, aunque todavía con una postura más cautelosa. De hecho, las expectativas de supervisión sólo se han abordado en las instituciones más grandes, las pruebas de estrés climático se encuentran en fase piloto y sus declaraciones públicas están llenas de cautela. En cuanto a la política monetaria, aunque la Fed podría asumir un mayor papel debido al impacto potencial del cambio climático sobre la estabilidad de los precios y el empleo, se ha abstenido claramente de cualquier medida proactiva para integrar los riesgos climáticos o apoyar la transición. Tal divergencia con respecto a sus homólogos se explica no sólo por la ausencia de un objetivo secundario similar en su mandato, sino también debido a la tradicional y acusada polarización política y social en Estados Unidos en torno al cambio climático, que también repercute en las políticas climáticas o, como se ha visto recientemente, en el rechazo de algunos grupos a la corriente ESG o de finanzas sostenibles. Este panorama político nacional es una gran limitación para la Reserva Federal, aunque ahora la administración estadounidense (y en particular el Tesoro) apoyen firmemente la acción por el clima.

Intangibles y competitividad de la industria española: una comparativa internacional

Joaquín Maudos*

La apuesta por la reindustrialización que ha hecho la Unión Europea (UE) y el Gobierno de España para fijar como objetivo que la industria manufacturera aporte el 20 % del PIB, exige aumentar la competitividad, para lo que es necesario avanzar en la transformación digital. La digitalización se apoya en la inversión en activos intangibles como son la I+D, el *software*, la imagen de marca, el diseño, la formación de los trabajadores a cargo de la empresa y el capital organizacional. En España, el esfuerzo inversor de la industria en este tipo de activos es prácticamente la mitad del europeo (11,7 % vs 20 % del VAB), siendo un rasgo preocupante que se repite en todas las ramas manufactureras. Además, al menos desde la crisis financiera de 2008, la distancia en esfuerzo inversor que nos separa de la UE se ha ampliado. En consecuencia, si queremos que la industria manufacturera española gane competitividad a nivel internacional, hemos de apostar fuerte por la digitalización, lo que exige cerrar la brecha en esfuerzo inversor en intangibles que tenemos con nuestros competidores. Para ello tenemos la gran oportunidad que suponen los fondos *NGEU*, entre cuyos objetivos está la digitalización, con financiación específica para varios PERTE del sector industrial.

Introducción

Desde hace años, uno de los objetivos que se fijó la Unión Europea fue aumentar el peso de la industria hasta alcanzar el 20 % del PIB. Varios son los motivos que lo justifican: la industria es uno de los pilares básicos del sector exterior de la economía, al aportar la parte más importante de las

exportaciones; es más intensiva en innovación en comparación con otros sectores, como demuestra el peso que tiene en la inversión total en I+D; alcanza mayores niveles de productividad por ocupado (y por tanto mayores salarios), por lo que si aumenta su peso en la economía, ésta en conjunto gana en productividad; y tiene un elevado efecto tractor sobre otros sectores de la economía.

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

Los mismos motivos justifican que también el Gobierno de España tenga como objetivo que la industria manufacturera aporte el 20 % del PIB de la economía española en 2030, estando en la actualidad (dato de 2022, que es el más reciente) muy lejos de ese umbral ya que las manufacturas aportan el 11,4 % del PIB (15,9 % incluyendo la energía). Así, las *Directrices Generales de la Nueva Política Industrial 2030* formuladas en 2019 hacen suyo el objetivo del 20 % de la Unión Europea (que en su día era para 2020), lo que precisa una política encaminada a la reindustrialización (tras la pérdida de peso en favor de los servicios en los últimos años) que se apoye en ganar competitividad a través sobre todo de la innovación y la digitalización, asegurando en todo momento la protección del medio ambiente. El retroceso en la globalización de los últimos años (en un contexto de riesgos geopolíticos que rompieron las cadenas globales de valor) y la vuelta al proteccionismo para asegurar la seguridad nacional, son un caldo de cultivo que hace que cobre protagonismo el objetivo de aumentar el peso de la industria en la economía.

Para que la industria sea más competitiva, el Gobierno de España ha definido diez ejes de actuación, siendo el primero de ellos el de la digitalización. Como especifica el documento de las directrices generales, en el proceso de transformación digital es “clave la incorporación de tecnologías como la inteligencia artificial, el internet de las cosas, la impresión 3D o la robótica, tanto a los procesos productivos como a los productos industriales”. Y una característica de estas tecnologías es que requieren inversiones en activos intangibles como son el I+D, el *software*, las bases de datos, el diseño, la formación de los trabajadores a cargo de la empresa o los cambios organizativos. Por tanto, para alcanzar el objetivo del 20 % mejorando la competitividad de la industria de las manufacturas es necesario aumentar el esfuerzo inversor en estos activos.

Si algo caracteriza a las economías más ricas y productivas es que utilizan con más intensidad los activos intangibles. Como señala con acierto

la Fundación COTEC y los informes que patrocina sobre la economía intangible¹, “los activos intangibles son característicos de la economía del conocimiento e invertir en ellos contribuye a aumentar la productividad y la calidad de vida”. El mismo mensaje se aplica a la industria, de ahí la importancia de apoyar su crecimiento futuro en este tipo de activos que son fuente de crecimiento de la productividad.

Es en este contexto en el que se enmarca este artículo cuyo objetivo es ofrecer un análisis comparativo del esfuerzo inversor en activos intangibles de la industria española en el contexto internacional. El análisis se realiza tanto a nivel agregado para la industria manufacturera como por ramas de actividad. En ambos casos (a nivel agregado y por ramas), también se analiza la composición de la inversión intangible por tipo de activos. La fuente de datos utilizada incluye no solo los activos que la Contabilidad Nacional considera que son inversión (y por tanto están incluidos en el PIB), sino también otros activos que no estando en el PIB, son muy importantes para el crecimiento de la competitividad.

Esfuerzo inversor en activos intangibles

Tanto la economía española como su sector industrial sufre un problema de baja productividad en comparación con otras economías desarrolladas, y es esta baja productividad la que explica una parte de la brecha en PIB per cápita que nos separa de esas economías. De hecho, el PIB por habitante de España es un 18 % inferior al de la eurozona (datos de 2022 en euros PPS), la productividad del trabajo (por hora trabajada) es un 15 % menor, y en el caso de la industria, la productividad también es un 15 % inferior a la de su homóloga de la eurozona.

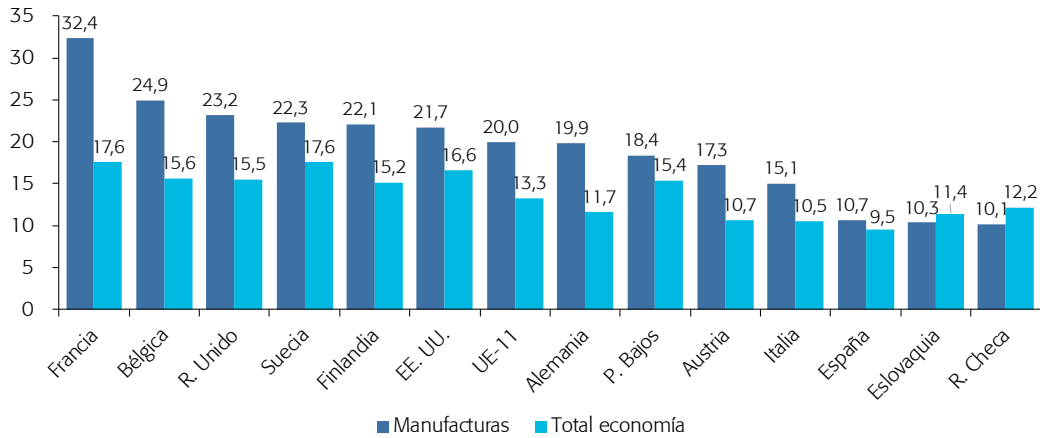
Para aumentar la productividad, y por tanto la competitividad, es necesario avanzar en el proceso de transformación digital que exige invertir

¹ Ver por ejemplo Mas y Quesada (2019).

Gráfico 1

Ratio de inversión en intangibles/VAB, 2020

(Porcentaje)



Fuente: Fundación COTEC-Ivie (2023) y elaboración propia.

en activos intangibles. Como muestra el gráfico 1, el esfuerzo inversor en intangibles² de la industria manufacturera española es del 10,7 % (dato más

El esfuerzo inversor en intangibles de la industria manufacturera española (10,7 % de su VAB) es prácticamente la mitad de la europea (20 %), y la brecha que le separa ha aumentado con intensidad desde la crisis financiera de 2008.

reciente de 2020), prácticamente la mitad que la media de los países europeos para los que se dispone de información (UE-11). De esos once países, España solo supera en esfuerzo inversor a Eslovaquia y a la República Checa y por muy escasa diferencia. Son ratios inversión/VAB que nada tienen que ver con países como Alemania (19,9 %), Reino Unido (23,2 %) o Francia (32,4 %) por poner algunos ejemplos. Salvo la excepción de los dos países que están a la cola de esfuerzo inversor,

en el resto las manufacturas presentan una ratio inversión/VAB que supera la media de la economía. No obstante, en España la diferencia entre el esfuerzo inversor de las manufacturas y el total de la economía es muy reducido (10,7 % vs 9,5 %), solo de 1,2 pp, frente a 6,7 pp en el promedio de la UE-11.

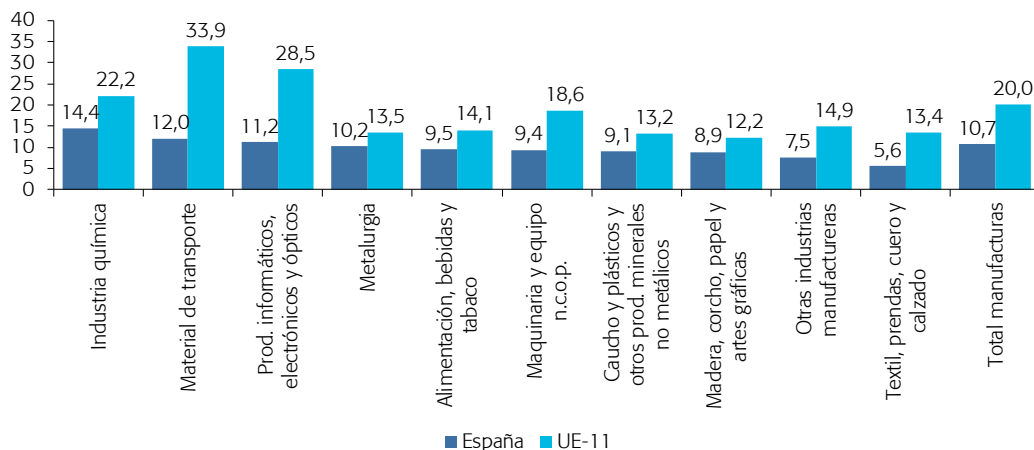
Otro problema que presenta la industria española en comparación con la europea es que la distancia que le separa del esfuerzo inversor en intangibles, lejos de acortarse, se ha ampliado en los últimos años, al menos desde la crisis financiera de 2008. En aquel año, el esfuerzo inversor de España era del 9,7 %, 6,8 pp inferior al de la UE-11 (16,5 %). Pues bien, doce años más tarde, en España la ratio solo ha aumentado 1,2 pp. mientras que en la UE-11 lo ha hecho en 3,5 pp. De esta forma, si la brecha en 2008 ya era de 6,8 pp, en 2020 se ha ampliado hasta los 9,3 pp. Ese aumento de solo 1,2 pp de esfuerzo inversor contrasta con aumentos de más de 3,5 pp en países como Alemania, Francia, Reino Unido o EE. UU.

² Dado que los intangibles incluyen otros que la Contabilidad Nacional no considera que son inversión, la inversión total se pone en relación al PIB ampliado, es decir, al PIB incluyendo la inversión en esos otros activos intangibles.

Gráfico 2

Ratio de inversión en intangibles/VAB por ramas manufactureras, 2020

(Porcentaje)



Nota: el gráfico ordena los sectores de mayor a menor según el esfuerzo inversor de España.

Fuente: Fundación COTEC-Ivie (2023) y elaboración propia.

¿Qué ramas manufactureras realizan un mayor esfuerzo inversor en intangibles?

La información disponible nos permite desagregar el análisis a nivel de once ramas de actividad, como son las que se representan en el gráfico 2³. Centrando la atención en España, hay importantes diferencias en el esfuerzo inversor en intangibles, ya que varía del 14,4 % de la industria química a solo el 5,6 % de la industria textil, cuero y calzado. Por encima de la media del 10,7 % se sitúan, además de la industria química, la del material de transporte (12 %) y la de productos informáticos, electrónicos y ópticos (11,2 %).

Un rasgo preocupante que llama la atención es que, en todas las ramas manufactureras, la industria española realiza un menor esfuerzo inversor en intangibles que la europea, llegando casi a triplicar la UE-11 a España en tres ramas: material de transporte (33,9 % en la UE-11 vs 12,0 % en España),

productos informáticos, electrónicos y ópticos (28,5 % vs 11,2 %) y textil, cuero y calzado (13,4 % vs 5,6 %). En el mejor de los casos, la diferencia es

Es preocupante que en todas las ramas manufactureras, la industria española realice un menor esfuerzo inversor en intangibles que la europea, llegando a ser casi la tercera parte en tres ramas: material de transporte; productos informáticos, electrónicos y ópticos; y textil, cuero y calzado.

de 3,3 pp como es el caso de la metalurgia (13,5 % vs 10,2 %) y la madera, corcho, papel y artes gráficas (12,2 % vs 8,9 %).

Composición de la inversión en intangibles por tipo de activo

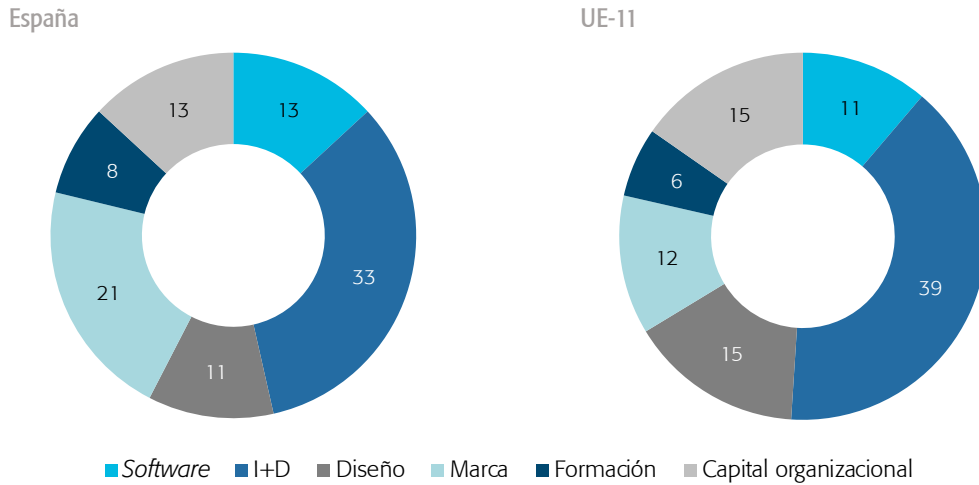
Cuando analizamos la composición de la inversión intangible por tipo de activo, podemos

³ No se representa la rama de coquerías y refino de petróleo, ya que presenta un VAB negativo en 2020 que distorsiona el análisis del esfuerzo inversor.

Gráfico 3

Estructura de la inversión en intangibles por tipo de activo, 2020

(Porcentajes)



Fuente: Fundación BBVA-Ivie (2023) y elaboración propia.

desglosarla en seis: *software*, I+D, diseño, imagen de marca, formación a cargo de la empresa y capital organizacional. Tanto en las manufacturas españolas como en la europea, el I+D concentra el mayor porcentaje del total, un 33 % en España y algo más en la UE-11 (39 %). Le sigue en importancia y a cierta distancia la inversión en marca (21 % en España) mientras que en la UE-11 es la inversión en diseño la segunda en importancia (15 %). En

En la industria española, el peso de la inversión en imagen de marca en el total de la inversión en activos intangibles es 8,3 pp superior a la de la UE-11 (20,5 % vs 12,2 %). Por el contrario, el peso de la inversión en I+D es 6 pp inferior en España (33 % vs 39 %).

España, la inversión en *software* y capital organizacional son de igual cuantía (absorben cada una el 13 % del total), siendo algo mayor la inversión en diseño (11 % del total) que en formación de los trabajadores (8 %). La mayor diferencia en la composición por activos entre España y la UE-11 es en la

superior importancia que tiene en las manufacturas españolas la inversión en imagen de marca (pesa 8,3 pp más). Por el contrario, el peso del I+D es 6 pp inferior en España.

Centrando la atención en la industria española, por ramas hay importantes diferencias en la composición de la inversión por activos intangibles. En la mayoría, la I+D suele ser la que mayor importe tiene, hasta el punto de que concentra más de la mitad de la inversión en el sector de las coquerías y refino y la industria química. La marca es lo más importante en la industria agroalimentaria, ya que a ese activo destina el 32 % de su inversión intangible, más que en cualquier otro. Lo mismo ocurre en el textil, cuero y calzado, en donde la inversión en imagen de marca supone el 29 % del total, por encima del 23 % en I+D. En la metalurgia es la I+D la inversión que más pesa (34 %), al igual que en los productos informáticos (32 %), la maquinaria y equipo (33 %) y el material de transporte (27 %). Donde más pesa el *software* es en el sector de la madera y el corcho (27 %), el diseño en el material de transporte (25 %), la marca en la

alimentación, la formación en el material de transporte y el capital organizacional en el textil, cuero y calzado.

Conclusiones

Si España apuesta por la reindustrialización y quiere aumentar el peso de la industria hasta el 20 % del PIB (todavía está muy lejos), no tiene más remedio que incrementar su esfuerzo inversor en activos intangibles que son necesarios para la transformación digital y la mejora de la productividad. La posición de partida no es buena, ya que la ratio inversión/VAB de la industria española es solo del 10,7 %, un esfuerzo que es la mitad que el europeo. Es un rasgo preocupante ya que se repite en todas las ramas manufactureras sin excepción. En alguna de ellas, el esfuerzo inversor es casi la tercera parte del europeo. También es preocupante observar que la brecha que nos separa de la media europea en ese esfuerzo, en lugar de estrecharse, ha aumentado al menos desde el inicio de la crisis financiera de 2008.

España no puede perder el tren de la transformación digital y dejar pasar la oportunidad excepcional que supone la financiación que aportan los fondos *Next Generation European Union (NGEU)*. Una parte importante de esos fondos se destinan a la digitalización, y de esa parte, una va dirigida al sector industrial. Algunos de los fondos *NGEU* se concretan en los llamados PERTE (Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica), y de

los doce aprobados, varios son específicos del sector industrial: el del vehículo eléctrico, energías renovables, industria agroalimentaria, naval, y aeroespacial. En este sentido, es un acierto que existan programas de apoyo como el de la Industria Conectada 4.0, cuyo objetivo es impulsar la transformación digital de la industria española mediante la actuación conjunta y coordinada del sector público y privado de todas las empresas.

Para aumentar la inversión en intangibles es necesaria la colaboración público-privada y crear condiciones favorables que incentiven ese tipo de inversión (como las desgravaciones fiscales). Por otra parte, una de las limitaciones a las que se enfrenta esa inversión inmaterial es la dificultad en el acceso a la financiación (sobre todo en las pymes), por tratarse de activos cuyas garantías son más difíciles de valorar. El desarrollo del capital riesgo y contar con personal especializado en el sector financiero en la valoración de estos activos son ingredientes necesarios para que mejore el acceso a la financiación de los intangibles.

Referencias

- GOBIERNO DE ESPAÑA. MINISTERIO DE INDUSTRIA, COMERCIO Y TURISMO. (2019). *Directrices Generales de la Nueva Política Industrial Española, 2030*.
- MAS, M. y QUESADA, J. (2019). *La economía intangible en España*. Fundación COTEC-Ivie.

El nuevo régimen europeo de coordinación de las políticas macroeconómicas: una primera mirada

*Erik Jones**

En los últimos días de su presidencia rotatoria, el Gobierno español logró llevar las negociaciones en el Consejo de la Unión Europea a un acuerdo sobre un nuevo régimen de coordinación de las políticas macroeconómicas. Este acuerdo supone la culminación de un debate paneuropeo sobre la política macroeconómica y el ajuste fiscal que se inició durante la pandemia, cuando los gobiernos hicieron balance del papel de la coordinación de las políticas macroeconómicas para proteger a las economías europeas de todo el impacto de las medidas restrictivas impuestas para luchar contra la propagación del COVID-19. El nuevo marco aumentará significativamente la implicación nacional en la consolidación fiscal, al tiempo que facilitará la senda de ajuste en comparación con el marco al que sustituye. Una vez aprobado por el Parlamento Europeo, este nuevo marco también señalará un nuevo énfasis de la política macroeconómica europea en la importancia de la inversión pública en áreas relacionadas con el cambio climático y la seguridad nacional.

La Presidencia española del Consejo de la Unión Europea (UE) anunció el acuerdo del Consejo sobre un nuevo marco para la coordinación de las políticas macroeconómicas el 21 de diciembre de 2023. Este nuevo marco hace hincapié en la necesidad de que los Estados miembros asuman como propios los esfuerzos de consolidación fiscal. También se basa en el reconocimiento de que las posiciones fiscales de los gobiernos de los Estados miembros difieren de un país a otro. Y reconoce que todos los Estados miembros de la UE deben tener incentivos para invertir en ámbitos de interés común, como

la respuesta al cambio climático, el fomento de las transiciones digital y ecológica y el refuerzo de la defensa nacional. El nuevo marco añade elementos para abordar cada una de estas consideraciones que actualmente no existen. También da pasos para simplificar el diseño y la supervisión de las medidas de consolidación fiscal para hacerlas más creíbles y transparentes. De este modo, el nuevo marco de coordinación de las políticas macroeconómicas debería fortificar los esfuerzos por frenar los desequilibrios macroeconómicos y reducir la volatilidad no deseada de los mercados financieros.

* Director del Centro Robert Schuman de Estudios Avanzados del Instituto Universitario Europeo.

Motivación

Este acuerdo supone la culminación de un debate de tres años sobre la coordinación de las políticas macroeconómicas y la consolidación fiscal que se inició durante la pandemia. La Comisión Europea activó en marzo de 2020 la cláusula general de salvaguardia del marco de gobernanza macroeconómica vigente –denominado Pacto de Estabilidad y Crecimiento– para dar a los gobiernos de los Estados miembros mayor flexibilidad a la hora de responder al impacto de las medidas restrictivas necesarias para contener la propagación del COVID-19. A medida que esas respuestas a la pandemia hacían aumentar los déficits y las deudas públicas, los gobiernos nacionales de toda Europa empezaron a preocuparse por si serían capaces de cumplir los requisitos de consolidación fiscal en virtud de las normas vigentes una vez que se desactivara la cláusula general de escape (Jones, 2021).

A los gobiernos de los Estados miembros también les preocupaba que unos esfuerzos excesivos de consolidación fiscal ralentizaran cualquier recuperación de la pandemia e incluso pudieran llevar a la economía europea a una recesión. El hecho de que cualquier consolidación fiscal coincidiera necesariamente con un endurecimiento de la política monetaria y una reducción del balance combinado del Sistema Europeo de Bancos Centrales aumentaba los riesgos para los resultados macroeconómicos (Jones, 2022).

La invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia añadió más complicaciones al hacer subir la inflación como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos y la energía, que obligó a los gobiernos nacionales a gastar fondos adicionales para reducir el impacto de la subida de precios en los hogares y las industrias nacionales. El ritmo más rápido de la inflación ayudó a reducir los niveles pendientes de la deuda pública al aumentar el valor del producto interior bruto, pero los mayores gastos asociados a los apoyos a los precios a corto plazo y a los esfuerzos a más largo plazo para mejorar la seguridad energética y acelerar la transición ecológica empujaron en la dirección opuesta. Para algunos

Estados miembros, no pudo evitarse un importante esfuerzo de consolidación fiscal (Jones, 2023).

Los gobiernos español y holandés publicaron un documento conjunto en abril de 2022 en el que insistían en que había llegado el momento de que la Unión Europea adoptara un marco más flexible y creíble para la coordinación de las políticas macroeconómicas. Su asociación llamó la atención porque los dos gobiernos tradicionalmente –y según ellos mismos admitieron– tomaron posturas diferentes del debate sobre la consolidación fiscal. Ese documento conjunto sirvió de inspiración para una propuesta de la Comisión Europea presentada en abril de 2023 (Comisión Europea, 2023). Cuando el Gobierno español asumió la presidencia rotatoria del Consejo de la Unión Europea en julio, sabía que tendría que terminar cualquier negociación antes de diciembre. El Consejo ya había decidido desactivar la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento a finales de año.

Las negociaciones se complicaron debido a consideraciones políticas internas en varios países importantes, como España y los Países Bajos (Tama, 2023). También tuvieron que considerar importantes críticas técnicas a la propuesta de la Comisión Europea (véase, por ejemplo, Darvas, Welslau y Zelelmeyer, 2023). Y lo que es más importante, la Presidencia española tenía que abordar las divisiones entre los Estados miembros sobre la disyuntiva entre tener normas comunes para todos los países con una clara supervisión europea y permitir un enfoque diferenciado con una mayor implicación nacional. El acuerdo alcanzado el 21 de diciembre establece un delicado equilibrio. El siguiente paso es conseguir el apoyo del Parlamento Europeo.

Visión general

El acuerdo consta de tres documentos, el más importante de los cuales es una propuesta de nuevo “brazo preventivo” del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es decir, un procedimiento para ayudar a los Estados miembros a evitar la aplicación de políticas fiscales insostenibles. El establecimiento de este procedimiento requeriría un reglamento del

Parlamento Europeo y del Consejo. Este es el documento que los representantes del Consejo deben negociar con el Parlamento Europeo, por lo que adopta la forma de un “mandato de negociación” (Consejo de la UE 2023a). Los otros dos documentos se refieren a una modificación del “brazo corrector” del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el “procedimiento de déficit excesivo” para tratar con los Estados miembros cuya situación fiscal ya se considera insostenible (Consejo de la UE, 2023b), y una modificación de los requisitos para los marcos presupuestarios de los Estados miembros (Consejo de la UE, 2023c). Estos documentos han sido acordados en el Consejo y sólo necesitan ser llevados al Parlamento Europeo para su consulta. Sin embargo, los tres documentos repiten muchos de los mismos instrumentos, salvaguardias y terminología específica, lo que significa que cualquier cambio en el primer documento a través de las negociaciones con el Parlamento Europeo podría tener implicaciones en el lenguaje de los otros dos.

El acuerdo consta de tres documentos, el más importante de los cuales es una propuesta de nuevo “brazo preventivo” del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es decir, un procedimiento para ayudar a los Estados miembros a evitar la aplicación de políticas fiscales insostenibles.

El nuevo “brazo preventivo” contiene los elementos más innovadores del acuerdo. Muchas de estas innovaciones se encuentran en detalles más significativos para los expertos en coordinación de políticas macroeconómicas que para un público más amplio. La decisión de limitar la activación de la cláusula general de salvaguardia a un año renovable es un ejemplo. Cuando activaron la cláusula general de escape durante la pandemia, se dieron cuenta de que no tenían directrices claras sobre cuándo o cómo debía desactivarse (Jones, 2020). El mismo problema se aplicó a la activación de las cláusulas de escape específicas de cada país. El nuevo marco traslada la carga a cualquier decisión de ampliar la activación. Como muchos de los detalles del nuevo marco, ese cambio es importante, pero sólo para

un público limitado. No obstante, cuatro cambios destacan como relevantes para cualquiera que esté interesado en comprender la evolución de la política fiscal europea.

En primer lugar, la coordinación de las políticas se centrará en el “gasto neto”, que la legislación propuesta define como “el gasto público excluidos los gastos de intereses, las medidas discrecionales en materia de ingresos, los programas de gasto de la Unión plenamente compensados por los ingresos procedentes de los fondos de la Unión, los elementos cíclicos del gasto en prestaciones de desempleo y las medidas excepcionales y otras medidas de carácter temporal” (Consejo de la UE, 2023a: 18). La deuda y el déficit públicos siguen siendo útiles como indicadores de lo bien o mal que lo está haciendo un gobierno en la gestión de sus finanzas en términos generales y se activan algunas salvaguardias en función del nivel o el cambio de estas variables, pero el “gasto neto” es el principal indicador que hay que vigilar para evaluar el rendimiento de los esfuerzos del gobierno en materia de consolidación fiscal.

En segundo lugar, cualquier planificación de la consolidación fiscal será “basada en el riesgo y diferenciada”. La noción de planificación basada en el riesgo hace referencia al papel central que se otorga a la Comisión Europea a la hora de realizar un análisis de sostenibilidad de la deuda al generar una recomendación sobre la trayectoria que deben seguir los gobiernos de los Estados miembros en la evolución de su “gasto neto” cuando sus deudas superen el 60 % del PIB o sus déficits superen el 3 % del PIB. La diferenciación refleja el hecho de que los gobiernos nacionales pueden hacer sus propios planes sobre cómo alcanzar esa trayectoria. Lo que hay que subrayar es que cualquier ajuste del gasto público debe ser estructural. Las medidas temporales o puntuales, como los impuestos o las ventas de activos, no modifican el gasto neto según la definición. Estos planes deben tener una duración de cuatro o cinco años, en función de la vida habitual del Parlamento, y los Estados miembros pueden solicitar la revisión del plan cuando cambien los gobiernos tras las elecciones, y sujetos a una evaluación de la Comisión.

En tercer lugar, los gobiernos pueden ampliar el horizonte de planificación a siete años si se comprometen a realizar reformas o inversiones que —en el lenguaje de la propuesta— mejoren el potencial de crecimiento, apoyen la sostenibilidad fiscal, aborden las prioridades comunes de la UE, incorporen recomendaciones pertinentes específicas para cada país y den lugar a un nivel de inversión pública durante el periodo de planificación superior al que mostraron durante un periodo similar inmediatamente anterior. Esta ampliación reduce el ajuste fiscal medio anual y crea así incentivos para que los gobiernos eviten recortar la inversión pública como parte de sus esfuerzos de consolidación y redoblen sus esfuerzos para promover objetivos comunes. Cuando se realizan esas nuevas inversiones, se permite incluso a los gobiernos incorporar a sus planes futuros el impacto de esas inversiones en la consolidación fiscal o el crecimiento económico.

En cuarto lugar, la propuesta incluye numerosos requisitos para aumentar la transparencia de todo el proceso, reforzando el Consejo Fiscal Europeo, poniendo de relieve los supuestos de planificación nacionales y debatiendo abiertamente la metodología utilizada por la Comisión Europea en su análisis de sostenibilidad de la deuda, que debe ser adoptada por el Consejo. Una vez acordada dicha metodología, la Comisión tendrá que poner a disposición del público su análisis de sostenibilidad de la deuda junto con los datos y la codificación para su reproducción. Este énfasis en la transparencia no sólo debería reforzar la credibilidad de cualquier plan de consolidación fiscal, sino también reducir la volatilidad innecesaria en los mercados financieros. Cuanto más capaces sean los participantes en los mercados financieros de comprender, reproducir y acordar las evaluaciones de la sostenibilidad de la deuda, menos probable será que especulen contra los gobiernos nacionales inmersos en ajustes fiscales.

Estos elementos figuran en las modificaciones del procedimiento de déficit excesivo y de los requisitos de los marcos presupuestarios nacionales de forma previsible: para centrar la atención en el “gasto neto”, incorporar el análisis de sostenibilidad de la deuda de la Comisión, permitir una mayor diferenciación nacional, fomentar las inversiones públicas productivas y

aumentar la transparencia de todo el proceso. Los tres documentos también conectan este nuevo marco con esfuerzos más estructurales para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a través del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria que se firmó en 2012 —también conocido como el “pacto fiscal”— y con preocupaciones más amplias para abordar los desequilibrios macroeconómicos. En este sentido, el acuerdo no sólo se refiere a la política fiscal, sino también a la orientación de la coordinación de las políticas macroeconómicas en general.

Evaluación

Si se adopta formalmente, el nuevo marco debería hacer más eficaz el proceso de consolidación fiscal en dos aspectos. Los gobiernos con ratios deuda/PIB inicialmente elevados tendrán menores requisitos de ajuste fiscal con las nuevas normas que con el marco actual. Las normas actuales exigen que los gobiernos reduzcan anualmente la deuda pública excesiva en un 5 % (o 1/20) de la dife-

Cuando el nivel de deuda en relación con el PIB de un gobierno se aproxima al valor de referencia, el ajuste exigido por las nuevas normas es mayor que con el régimen actual.

rencia entre su ratio deuda/PIB real y el valor de referencia del 60 %. Para los gobiernos de Grecia e Italia, que tienen ratios deuda/PIB de más del doble del valor de referencia, esto representa un enorme esfuerzo. Pocos gobiernos, si es que hay alguno, han realizado ajustes fiscales tan grandes durante el tipo de periodo sostenido que exigen las normas. Por el contrario, el nuevo marco requiere menos ajustes sobre una base anualizada para cumplir con el tipo de requisitos de gasto neto para ajustarse al análisis de sostenibilidad de la deuda existente realizado por la Comisión y el esfuerzo anualizado es aún menor cuando el horizonte de planificación se extiende siete años (Darvas, Welslau y Zelelmeyer, 2023; Zelelmeyer, 2023). Este menor nivel de esfuerzo

sigue siendo significativo, pero también más realista. Y cuando se combina con la apropiación nacional del proceso de ajuste fiscal, es más probable que sobreviva a la oposición política interna que suelen generar las medidas de austeridad.

Cuando el nivel de deuda en relación con el PIB de un gobierno se aproxima al valor de referencia, el ajuste exigido por las nuevas normas es mayor que con el régimen actual. El esfuerzo necesario para cumplir una regla proporcional como la que existe actualmente disminuye a medida que uno se acerca al objetivo; no así el esfuerzo requerido en virtud de una regla de gasto neto como la acordada en el Consejo. En lugar de ello, los gobiernos deben progresar de forma lineal hasta que la consolidación sea suficiente para reducir la ratio deuda/PIB por debajo del valor de referencia del 60 % y para contener la ratio déficit/PIB cerca del 1,5 %, un nivel lo suficientemente bajo como para permitir a los gobiernos utilizar la política fiscal en respuesta a las recesiones económicas sin superar el valor de referencia del 3 %. De este modo, el nuevo marco anima a los Estados miembros a continuar con las medidas de consolidación hasta que lleguen a un punto en el que sea improbable que se enfrenten a problemas de sostenibilidad de la deuda, incluso durante periodos de malos resultados macroeconómicos. Además, el nuevo marco ofrece a los gobiernos la oportunidad de consultar a la Comisión sobre el establecimiento de una trayectoria sostenible para el gasto neto cuando sus deudas y déficits estén ya por debajo de los valores de referencia del 60 y el 3 %, respectivamente.

Si el nuevo marco crea incentivos eficaces para la inversión pública es una cuestión abierta. La respuesta variará en función de cada caso. La misma pregunta se aplica al gasto en defensa. Y también podría plantearse en referencia a la concesión en el acuerdo de tener en cuenta el coste del servicio de la deuda al examinar los ajustes necesarios en los próximos tres años debido al reciente endurecimiento monetario y los elevados tipos de interés resultantes. La razón de esta incertidumbre es que no existe una fuerte correlación entre las deudas elevadas y los altos tipos de interés o las bajas inversiones y los gastos de defensa. Estos datos pueden

verse en el cuadro 1, que clasifica a los Estados miembros de la UE por ratios deuda/PIB, de mayor a menor, y ofrece datos sobre la capacidad neta de financiación (que es lo contrario de un déficit) junto con el gasto en inversión, pago de intereses y defensa.

El acuerdo deja claro que la consolidación fiscal debe ser estructural y no procíclica, que debe ir de la mano de la inversión pública y no a expensas de ella, que debe apoyar las políticas europeas comunes y que no debe ir en detrimento de la seguridad nacional.

Grecia tiene una deuda pública muy elevada, pero un déficit bajo, un nivel de inversión relativamente alto y un nivel de gasto en defensa muy elevado, sólo superado por Polonia. Por el contrario, Italia tiene una deuda menor, pero un déficit mayor, un nivel de inversión menor y un nivel de gasto en defensa menor. Los dos países son similares en cuanto al pago de intereses, pero por lo demás son muy diferentes. Francia tiene un menor nivel de deuda y unos pagos de intereses bajos, pero por lo demás se sitúa en un punto intermedio, con niveles griegos de inversión, pero algo más cercanos a los niveles italianos en cuanto a déficit y gasto en defensa. Según algunos parámetros, España y Bélgica se parecen más a Italia que a Francia, y según otros más a Francia que a Italia. Esta variación es coherente con el énfasis en la apropiación nacional y los procesos de ajuste diferenciados, pero plantea dudas sobre la eficacia de los incentivos comunes. La señal política del acuerdo es más directa. El acuerdo deja claro que la consolidación fiscal debe ser estructural y no procíclica, que debe ir de la mano de la inversión pública y no a expensas de ella, que debe apoyar las políticas europeas comunes y que no debe ir en detrimento de la seguridad nacional. Estas calificaciones abren la puerta a una importante conversación sobre la postura fiscal colectiva de la Unión Europea y sobre la adecuada provisión de bienes públicos europeos. El fortalecimiento del Consejo Fiscal Europeo también apunta en esa dirección. No sólo se hace hincapié en la

Cuadro 1

Deuda pública, déficit y gasto como porcentaje del PIB

(Porcentajes)

<i>País</i>	<i>Deuda pública</i>	<i>Crédito neto</i>	<i>Inversión*</i>	<i>Intereses</i>	<i>Defensa</i>
Grecia	160,9	-2,3	4,0	3,5	3,0
Italia	139,8	-5,3	2,8	3,8	1,5
Francia	109,6	-4,8	3,9	1,7	1,9
España	107,5	-4,1	2,7	2,4	1,3
Bélgica	106,3	-4,9	2,9	1,9	1,1
Portugal	103,4	0,8	2,7	2,0	1,5
Chipre	78,4	2,3	3,1	1,4	2,0
Austria	76,3	-2,6	3,4	1,2	0,7
Finlandia	74,3	-2,4	4,1	0,8	2,5
Hungría	69,9	-5,8	4,8	4,4	2,4
Eslovenia	69,3	-3,7	6,0	1,3	1,4
Alemania	64,8	-2,2	2,6	0,8	1,6
Croacia	60,8	-0,1	4,6	1,2	1,8
Eslovaquia	56,7	-5,7	4,8	1,0	2,0
Malta	53,3	-5,1	4,5	1,1	0,8
Polonia	50,9	-5,8	4,5	2,1	3,9
Rumanía	47,9	-6,3	4,7	1,6	2,4
Países Bajos	47,1	-0,5	3,1	0,7	1,7
Rep. Checa	44,7	-3,8	4,9	1,3	1,5
Irlanda	43,0	0,9	2,1	0,7	0,3
Letonia	41,7	-3,2	5,3	0,7	2,3
Lituania	37,3	-1,6	3,7	0,5	2,5
Suecia	30,4	-0,2	5,0	0,6	1,5
Dinamarca	30,3	2,6	3,4	0,6	1,7
Luxemburgo	26,8	-1,9	4,5	0,3	0,7
Bulgaria	23,5	-3,0	3,1	0,5	1,8
Estonia	19,2	-2,9	5,2	0,5	2,7
Promedio**	65,7	-2,7	3,9	1,4	1,8

Notas: *La inversión es la formación bruta de capital fijo. **El promedio es sin ponderación.

Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea para cuentas gubernamentales y la Agencia Central de Inteligencia de Estados Unidos para el gasto en defensa.

sostenibilidad de las finanzas públicas, sino también, y cada vez más, en la calidad del gasto público. Y aunque el nuevo marco da prioridad a la apropiación nacional de cualquier proceso de ajuste fiscal, también subraya el interés común en la coordinación de la política macroeconómica de los Estados miembros de Europa.

Conclusión

El nuevo marco para la consolidación fiscal y la coordinación de las políticas macroeconómicas negociado bajo la Presidencia española constituye una mejora significativa con respecto al marco existente y un importante paso adelante para la Unión

Europea. El nuevo acuerdo todavía tiene elementos técnicos que suscitarán críticas (véase, por ejemplo, Zelelmeyer, 2023). La legislación propuesta también debe obtener el apoyo del Parlamento Europeo. No obstante, el acuerdo envía una poderosa señal sobre la importancia de la transparencia y la credibilidad en los mercados financieros, la calidad de las finanzas públicas y el necesario equilibrio entre las normas comunes y la titularidad nacional. El marco no disminuye los retos a los que se enfrentarán algunos Estados miembros a la hora de reducir sus deudas y déficits, pero contribuye a garantizar que esos esfuerzos de consolidación sean menos procíclicos y más realistas.

Referencias

- CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA. (2023a). Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la coordinación eficaz de las políticas económicas y la supervisión presupuestaria multilateral y por el que se deroga el Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo—Mandato de negociación con el Parlamento. Bruselas: Consejo de la Unión Europea, 15874/4/23 REV 4 (20 de diciembre de 2023).
- CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA. (2023b). Propuesta de Reglamento del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1467/97 relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo. Bruselas: Consejo de la Unión Europea, 15876/4/23 REV 4 (20 de diciembre de 2023).
- CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA. (2023c). Propuesta de Directiva del Consejo por la que se modifica la Directiva 2011/85/UE sobre los requisitos de los marcos presupuestarios de los Estados miembros. Bruselas: Consejo de la Unión Europea, 15396/4/23 REV 4 (20 de diciembre de 2023).
- COMISIÓN EUROPEA. (2023). Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la coordinación eficaz de las políticas económicas y la supervisión presupuestaria multilateral y por el que se deroga el Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo". Bruselas: Comisión Europea, COM(2023) 240 final (26 de abril).
- DARVAS, Z., WELSLAU, L. y ZEELMEYER, J. (2023). Una evaluación cuantitativa de la propuesta de gobernanza fiscal de la Comisión Europea. *Breugel Working Paper*, 16 (18 de septiembre).
- JONES, E. (2020). Cuándo y cómo desactivar la cláusula general de escape del PEC. Bruselas: Unidad de Apoyo a la Gobernanza Económica, Dirección General de Políticas Interiores, Parlamento Europeo, PE 651.378 (noviembre).
- JONES, E. (2021). El debate que viene sobre la política macroeconómica europea. *Cuadernos de Información Económica*, 280 (enero-febrero). <https://www.funcas.es/articulos/el-debate-que-viene-sobre-la-politica-macroeconomica-europea/>
- JONES, E. (2022). Recuperándose de la pandemia: el papel del mix de políticas macroeconómicas. *Cuadernos de Información Económica*, 286 (enero-febrero). <https://www.funcas.es/articulos/recuperandose-de-la-pandemia-el-papel-del-mix-de-politicas-macroeconomicas/>
- JONES, E. (2023). El inminente ajuste fiscal en Europa. *Cuadernos de Información Económica*, 296 (septiembre-octubre). <https://www.funcas.es/articulos/el-inminente-ajuste-fiscal-en-europa/>
- TAMMA, P. (2023). Dutch and Spanish Snap Elections Complicate EU Fiscal Reform. *Politico* (13 de julio). <https://www.politico.eu/article/dutch-and-spanish-snap-elections-complicate-eu-fiscal-reform/>
- ZEELMEYER, J. (2023). Assessing the ECOFIN Compromise on Fiscal Rules Reform. *Breugel First Glance* (21 de diciembre). <https://www.bruegel.org/first-glance/assessing-ecofin-compromise-fiscal-rules-reform>.

CoCo's y resolución bancaria: superado el estigma de marzo

Ángel Berges y Salvador Jiménez*

Los bonos contingentemente convertibles (conocidos por su acrónimo *CoCo's*, o *AT1*, por su consideración como capital adicional de nivel 1), han constituido el principal instrumento de reforzamiento de recursos propios en la banca europea y española desde la crisis financiera, pero sobre todo la piedra angular del mecanismo de resolución bancaria, en tanto que instrumentos de absorción de pérdidas en eventos de resolución. Es sobre dichas bases que el mercado de *CoCo's* se ha erigido en una brújula de gran relevancia, tanta o más que el mercado de acciones bancarias, para calibrar la confianza en el sistema bancario. Pues bien, este mercado sufrió un fuerte castigo con la crisis bancaria de marzo, y muy especialmente con el tratamiento que las autoridades suizas dieron a los *CoCo* de Credit Suisse, provocando un efecto "estigma" sobre dicho instrumento. En este artículo analizamos las características de los *CoCo* como instrumento de potencial reforzamiento de recursos propios (*going concern*), y de absorción de pérdidas en eventos de resolución (*gone concern*); el tratamiento que se dio a los mismos en la intervención de Credit Suisse, dando lugar a un "estigma" que colapsó el mercado global de *CoCo's*; y cómo el mismo se ha ido superando en los últimos meses, con una importante recuperación de los precios, pero sobre todo de los niveles de actividad emisora.

CoCo's como refuerzo de capital y mecanismo de resolución

Los *CoCo* empezaron a ser emitidos por las entidades financieras a partir de 2013 a raíz de la publicación de la Regulación sobre Requerimientos

de Capital (*CRR*, por sus siglas en inglés) y de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (*BRRD*, por sus siglas en inglés), con la intención de reforzar los ratios de capital bancarias, ya que computan a efectos de solvencia como capital adicional de nivel 1 (*AT1*).

* Afi, Analistas Financieros Internacionales, S.A.

La característica más relevante de dichos instrumentos, que les permite ser considerados como capital de casi la máxima calidad (*additional tier 1*, o *AT1*), es su emisión a perpetuidad, así como el ser convertibles en capital en la contingencia de que el emisor vea descender su nivel de puro capital (*CET1*) por debajo de un nivel predeterminado (*trigger*).

En general, los *CoCo* son instrumentos mixtos que combinan elementos de renta fija y de renta variable. Es decir, se trata de un bono estándar que incorpora la posibilidad de convertirse automáticamente en capital en caso de que se produzca una determinada contingencia. Esto implica que el poseedor del bono recibirá, a cambio del nominal del mismo, una determinada cantidad de acciones –fijadas en el folleto de emisión del instrumento–.

Para que un bono contingentemente convertible sea considerado como capital adicional de nivel 1 a efectos de solvencia, tendrá que cumplir las siguientes características:

- Deben ser instrumentos emitidos a perpetuidad y han de estar plenamente desembolsados;
- Podrán ser comprados o reembolsados por su emisor tras cinco años desde su emisión, previa autorización expresa de la autoridad supervisora;
- Suspenderán el pago de cupones en caso de que se den determinadas circunstancias, como insuficiencia de beneficios o reservas en la entidad, por decisión del supervisor en caso de que el pago pueda deteriorar la posición de solvencia, o por otros motivos a discreción de la entidad siempre que estén contempladas en el folleto de emisión. Esta suspensión del pago de los cupones no provocará acumulación de los importes insatisfechos ni se considerará un evento de crédito (*default*);
- Incluirán cláusulas que especifiquen que, en caso de producirse un *Trigger event*, se procederá a la amortización de los títulos, pudiendo

ser ésta temporal o permanente, o que se producirá la conversión obligatoria a acciones ordinarias de la entidad (*CET1*). En caso de que esta contingencia llegue a ocurrir, se establecerán el tipo de conversión y un límite de importe, así como el intervalo de tiempo en el que los instrumentos quedaran transformados en capital.

En esa posibilidad de amortización de los *CoCo*, o de su conversión en acciones, se halla la clave de su papel como instrumento de absorción de pérdidas, tanto en evento de resolución (*gone concern*) como en condiciones normales de funcionamiento antes de resolución (*going concern*), y en la relación de prelación que dichos instrumentos mantienen frente al capital ordinario, aspecto este que se situó en el centro del debate al hilo de la decisión tomada por las autoridades suizas en la intervención de Credit Suisse, al decidir la pérdida de valor de los *CoCos* al tiempo que se mantenía un valor residual para las acciones.

Para analizar esa doble capacidad (*going concern* y *gone concern*) de los *CoCo* para absorber pérdidas, cabe resaltar que dichos instrumentos tienen dos tipos de cláusulas, cuantitativas y cualitativas, bajo las cuales se activa esa absorción de pérdidas.

Bajo las cláusulas cuantitativas, la contingencia que ha de ocurrir para que automáticamente el instrumento se convierta en capital ordinario es que el nivel de capital *CET1* de la entidad alcance el llamado *trigger*, que regulatoriamente se fija en el 5,125 % sobre el total de activos ponderados por riesgo (APR) de la entidad. Este 5,125 % es un mínimo regulatorio genérico, por debajo del cual no puede situarse el *trigger* de ninguna emisión. Sin embargo, habitualmente las entidades fijan como nivel de *trigger* el requerimiento mínimo prudencial aplicable a cada una de ellas según la autoridad supervisora en el marco del proceso de evaluación supervisora (*SREP*, o *Supervisory Review Evaluation Process*).

Junto a ese "*trigger* cuantitativo", las emisiones de *CoCo* incorporan también una cláusula de carácter cualitativo. La racionalidad para dicha cláusula

cualitativa es la de permitir un reforzamiento de capital, en aras de mantener confianza en una situación de funcionamiento normal de la entidad (*going concern*), antes de alcanzar el punto de no viabilidad, y teniendo en cuenta el decalaje temporal que puede existir en la efectiva medición del nivel de capital. La decisión de activar la cláusula cualitativa de amortización o conversión del CoCo la tiene la autoridad relevante (de supervisión o de resolución), generalmente sobre la base de consideraciones de estabilidad financiera y confianza, o de necesidad de apoyo público para mantener dicha confianza. Es en este tipo de contingencia (soporte público para mantener la confianza), en el que el marco normativo de Basilea sí que permite la completa amortización del valor de los CoCo antes que la del capital de primer nivel, algo que no sería posible en caso de activación del *trigger* cuantitativo.

La activación del trigger cualitativo por razones de estabilidad y con apoyo público fue la invocada por las autoridades suizas para imponer la completa amortización de los CoCo de Credit Suisse.

Pues bien, esa circunstancia (activación del *trigger* cualitativo por razones de estabilidad y con apoyo público) fue la invocada por las autoridades suizas para imponer la completa amortización de los CoCo de Credit Suisse (CS), al tiempo que se mantenía un valor residual para las acciones, a ser recuperado mediante canje por acciones de UBS, en el marco de la operación corporativa de integración de CS en UBS, en la que se comprometieron ayudas públicas.

Impacto en los CoCo del tratamiento dado en Credit Suisse

Sin menoscabo de ser una decisión acorde con la normativa bancaria en el marco de Basilea, lo cierto es que la decisión de las autoridades suizas provocó un auténtico terremoto en el mercado de CoCo, al considerarse que se había saltado una relación de prelación incuestionable bajo una lógica

financiera, y generando un cierto “estigma” sobre los CoCo, a cuyos riesgos financieros habría que añadir un riesgo regulatorio, y de discrecionalidad de la misma, de muy difícil digestión.

En este sentido, cabe recordar que un CoCo equivale, desde la perspectiva del inversor, a un bono sin vencimiento que paga un cupón muy elevado, a cambio del cual el inversor cede a la entidad emisora dos opciones de naturaleza muy diferente.

La primera opción que el inversor otorga a la entidad emisora es la de cancelar anticipadamente (opción *call*) el bono, generalmente a su valor nominal, y en cualquiera de las ventanas (anuales, o a un plazo inferior) que se abren a partir del quinto año tras la emisión. El ejercicio, o no, de esta *call* por parte del emisor dependerá de las condiciones de mercado, ya que, generalmente, será realizada en caso de que la entidad sea capaz de colocar una nueva emisión en mejores condiciones que las que tenía el CoCo anterior. Esta opción, implica para el inversor un riesgo de mercado, que incorpora tanto factores genéricos (nivel de tipos, sentimiento de mercado, etc.) como específicos de la entidad emisora (prima de riesgo, posición de capital de la entidad, etc.).

La segunda opción que el inversor otorga, es la de que su valor pueda ser amortizado, o convertido en acciones ordinarias, en el evento de activación de alguna de las cláusulas anteriores, cualitativa o cuantitativa. Esa segunda opción (“*put* comprada” por el emisor) incorpora para el inversor un claro “riesgo de cola” (*tail risk*), con reducidas probabilidades de materialización, pero con muy adversas implicaciones, pues en tal evento, el tenedor del CoCo probablemente perdería toda su inversión.

La consideración de ambas opciones (y muy especialmente la segunda) conjuntamente con el componente “cupón elevado” del bono, otorga al CoCo una naturaleza extraordinariamente asimétrica en cuanto a sus escenarios de rentabilidad para el inversor. En condiciones normales generará una rentabilidad muy elevada, pero durante un periodo de tiempo que es incierto, tanto por la presencia de la *call* que permite su cancelación anticipada, como

por la posibilidad de incurrir en limitación al pago de cupones (el denominado *Maximun Distributable Amount* o *MDA*). Y sobre todo incorpora un riesgo residual de un escenario en el que se pierde prácticamente toda la inversión, en el evento de amortización o conversión por activación de algún *trigge*".

Su carácter tan asimétrico, unido a la complejidad inherente a las opciones que lo determinan, es lo que, desde sus orígenes, ha otorgado a los CoCo la consideración de producto complejo, no apropiado para inversores particulares.

Ese carácter tan asimétrico (elevado cupón en condiciones normales, y pérdida casi total en las condiciones más adversas) unido a la complejidad inherente a las opciones que lo determinan, es lo que, desde sus orígenes, ha otorgado a los *CoCo* la consideración de producto complejo, no apropiado para inversores particulares.

Si ya de por sí, por la presencia de esas dos opciones vendidas, se trataba de un producto complejo, la decisión suiza añadía una fuente de complejidad e incertidumbre al instrumento, y es la asociada a una interpretación un tanto discrecional y heterogénea entre jurisdicciones, de la activación de la cláusula de amortización antes que la de las acciones.

El evento de Credit Suisse se produjo el fin de semana del 19 de marzo. El precio de los *AT1* ya venía muy castigado de las dos semanas anteriores, consecuencia de la crisis bancaria regional estadounidense, con la quiebra del Silicon Valley Bank. Pese a haber caído ya un 10 % de forma previa a la decisión adoptada por el regulador suizo acerca de Credit Suisse, tras conocerse esta noticia el mercado de *CoCos* cedió otro 8 %, sumando una corrección superior al 17 % en apenas dos semanas (véase gráfico 1).

Si bien el *AT1* ha sido un instrumento que en episodios de aversión al riesgo siempre ha mostrado una elevada volatilidad, esta situación era bien distinta, e incluso había predicciones apocalípticas que

estimaban que la decisión adoptada por el BNS suponía el fin del mercado de *CoCo*.

Recuperación tras el "estigma": factores que lo motivaron

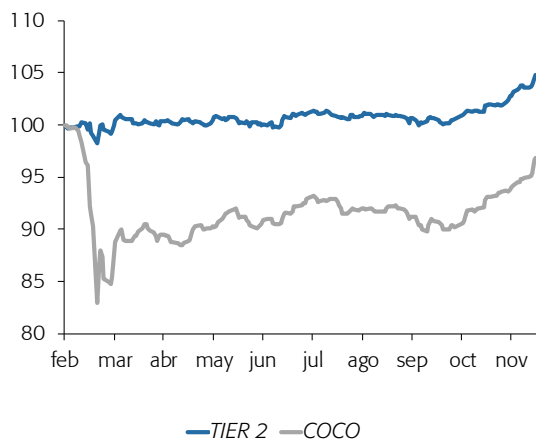
Frente a esas apocalípticas predicciones iniciales, lo cierto es que, si bien de forma paulatina, el activo ha tenido una recuperación muy intensa, especialmente con el *rally* de fin de año (donde todos los activos de riesgo se han comportado de forma excepcional), tras el cual el diferencial de crédito de los *CoCo* frente a los instrumentos *Tier 2* ha vuelto a los niveles previos a la crisis de marzo y, en términos de precio, únicamente se encuentra un 3 % por debajo (y esto se debe a la subida de los tipos de interés libre de riesgo).

Varias son las razones que han estado detrás de esa gradual recuperación de los *CoCo*, que les ha permitido superar ese estigma desatado en marzo.

En primer lugar cabe destacar cómo, tras la decisión adoptada por las autoridades suizas (BNS), el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BoE) emitieron sendos comunicados aludiendo a que los *AT1* debieran soportar pérdidas sólo después de que los tenedores de acciones hubiesen perdido por completo su inversión. Esto ya era una muestra de intenciones: los reguladores se percataron que para la supervivencia de este instrumento una decisión como la del BNS no podía ser percibida por los inversores como el procedimiento habitual.

En paralelo con esa reafirmación por parte de autoridades supervisoras de otras jurisdicciones europeas (BCE y BoE), para la estabilización del mercado también era muy importante, que toda aquella entidad que tuviese la posibilidad de ejercer la *call* en los trimestres siguientes lo llevase a cabo y la realidad ha superado claramente las expectativas. En aquel momento, si bien se pensaba que alguna de las grandes entidades de mejor calidad crediticia sí podrían ejecutar las opciones de amortización anticipada, las dudas sobre las entidades de peor calidad crediticia eran mucho más elevadas.

Gráfico 1

Cotización de deuda *Tier 2* y *CoCo* y *spreads* de crédito de los *CoCo* respecto a deuda *Tier 2*a) Evolución de la cotización del índice de la deuda *TIER 2* y *CoCo* (28/02/23 = 100)b) Diferencia entre el *spread* de crédito OAS de los *CoCo* respecto a la deuda *TIER 2* (pb)

Fuentes: ICE y AFI.

Sin embargo, la práctica totalidad de las entidades han ejercido la opción y ello ha supuesto una señalización muy positiva para los inversores. De esta forma, las entidades manifiestan su compromiso de someterse a la disciplina de mercado: para ejercer esa *call* deben llevar a cabo una nueva emisión, con lo que la oferta en el mercado no se reduce, pero en todo caso hay un “examen” ante el mercado, al asumir las condiciones de la nueva emisión, y no aferrarse a las previamente existentes. Además, al amortizar un *CoCo*, se necesita la autorización de los supervisores, lo que también supone un refuerzo al restablecimiento de la confianza.

El anterior enunciado está íntimamente ligado a la buena evolución del mercado primario. Si bien en un momento inicial este permaneció cerrado a la espera de una reducción de los diferenciales de crédito y de recuperación de la confianza, la apertura no se dilató en demasía. Las primeras emisiones se realizaron en junio por parte de BBVA y Banco de Chipre, siendo especialmente sorprendente esta última, ya que señalizaba que el mercado tenía apetito por emisores de riesgo de crédito muy diverso. Además, la demanda fue muy elevada en estas

primeras emisiones y este buen comportamiento ha perdurado durante toda la segunda parte de 2023. Quizás, una de las emisiones con mayor repercusión mediática ha sido la realizada por UBS, que a pesar de lo sucedido a inicios de año, emitió 3.500 millones de dólares con una elevada demanda (36.000 millones de dólares).

No se puede obviar la mejora de los fundamentales de la banca, ante una evolución excepcional de sus beneficios.

Por último, no se puede obviar la mejora de los fundamentales de la banca, ante una evolución excepcional de sus beneficios. De hecho, esto ha tenido dos consecuencias relevantes: i) la práctica totalidad de las emisiones realizadas desde marzo corresponden a la sustitución de emisiones restacadas, sin apenas emisión neta nueva y ii) ha existido amortización de *CoCo* que no ha tenido que ser repuesta, ya que la generación orgánica de capital permite cubrir los objetivos de capital.

En definitiva, esta recuperación del mercado de AT1 es una noticia muy positiva para el sector bancario. En el pasado ha sido un instrumento crucial para la recapitalización bancaria, especialmente en momentos en que el aumento de capital a través de la emisión de acciones hubiera supuesto una dilución muy grande para el accionista, dificultando aún más el buen desempeño del mercado de acciones. Este instrumento seguirá aportando flexibilidad a las entidades financieras en la planificación de su estrategia de capital.

Referencias

- COELHO, R., TANEJA, J., URBASKI, R. (2023). Upside down: when AT1 instruments absorb losses before equity. *BIS-FIS Working paper*, September 2023.
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA). (2023). *Risk assessment report of the European Banking Authority*. December 2023.
- PEROSSO, E. (2023). *The swiss authorities enforced a legitimate going concern conversion*. CEPR/VOXEU columns, March 2023.

La complementariedad estratégica entre la competencia y política industrial

Javier Asensio* y Juan José Ganuza**

Aunque entre los economistas existía una percepción ampliamente compartida respecto a los inconvenientes relacionados con la aplicación de políticas industriales, recientemente se ha producido un resurgir de las mismas que vuelve a abrir el debate. En este artículo se aborda la cuestión de la relación entre política industrial y de defensa de la competencia. Si para hacer frente a las cuestiones que plantean los nuevos desarrollos tecnológicos, el reto del cambio climático o la crisis del multilateralismo se considera necesario recuperar la política industrial, es fundamental que ello se haga respetando, y no amenazando, los principios de la política de defensa de la competencia.

Introducción

Por políticas industriales no debemos entender únicamente las actuaciones del sector público dirigidas al sector manufacturero. Tal como la define Juhasz, Lane y Rodrik (2023), la política industrial engloba todas aquellas actuaciones del sector público que tienen como objetivo la transformación de la estructura económica, habitualmente con el propósito de estimular el crecimiento económico. Por su naturaleza, el ámbito de la política industrial puede coincidir parcialmente con el de la política regional o la de desarrollo económico.

Una característica fundamental de la política industrial es su carácter discrecional. Al tener como

objetivo la reforma de la estructura sectorial, promueve determinados sectores a expensas de otros. Incluso cuando la política industrial pretende ser “horizontal”, y aborda problemas que pueden ser comunes al conjunto de la economía, como la educación o las infraestructuras, seguirá teniendo un componente “vertical”, pues no todos los sectores se benefician de la misma forma.

La política industrial puede emplear distintos instrumentos con el objetivo de ayudar a las empresas: desde subvenciones o líneas de crédito favorables, hasta protección arancelaria o cuotas de importación, llegando incluso a la propiedad pública, parcial o total, de empresas en sectores considerados “estratégicos”.

* UAB e IEB.

** UPF y Funcas.

El debate sobre las bondades o perjuicios de la política industrial ha evolucionado a lo largo del tiempo. Juhász, Lane y Rodrik (2023) agrupan los argumentos favorables en tres categorías: la existencia de externalidades positivas (como las de aprendizaje, pero también incluyen aquí las relacionadas con la seguridad nacional o con la provisión de “buenos empleos” en el sentido de Rodrik y Sabel (2022); la solución de problemas de coordinación (cuando dos sectores son mutuamente dependientes, de forma que ninguno se desarrolla si el otro no lo hace) y la provisión localizada de determinados servicios públicos (como infraestructuras) para favorecer el desarrollo regional.

Las críticas a la política industrial rara vez ponen en cuestión estos argumentos, sino que se basan en dos cuestiones prácticas: las limitaciones de información con el que el sector público debe tomar estas decisiones y, adicionalmente, el riesgo de que aquél sea capturado por intereses privados. Estas críticas se resumen habitualmente en el argumento de que “el gobierno elige a los ganadores”, el cual es complementado por Tirole (2023) con la coletilla de que “y los perdedores eligen al gobierno” para enfatizar el riesgo de captura en el diseño e implementación de esta política.

Aunque la experiencia en la aplicación de políticas industriales puede mostrar éxitos (entre los que es frecuente destacar el caso de Corea del Sur [véase Choi y Levchenko, 2021]), son numerosos los fracasos de mayor o menor magnitud. Las políticas proteccionistas en América Latina con el objetivo de “sustituir importaciones” y ayudar al desarrollo de “industrias nacientes” no han tenido los mismos efectos que en Asia. En Francia, si bien el desarrollo del polo aeronáutico de Toulouse alrededor de Airbus y Aérospatiale puede considerarse un éxito, proyectos como el Concorde, Thomson o Bull han sido fracasos evidentes. En España, la política llevada a cabo por el Instituto Nacional de Industria durante la crisis de los años setenta, consistente en la nacionalización de empresas en sectores muy diversos (Myro, 1987), sólo sirvió para salvar a un número muy limitado de ellas con un elevado coste de recursos públicos.

La experiencia de fracasos en la aplicación de la política industrial generó, a finales del siglo pasado, un consenso entre los economistas en su consideración crítica de la misma. Frente a esta posición destaca la defendida por autores como Rodrik (2004), quien argumenta que es necesaria una política industrial bien diseñada y limitada, que facilite a las empresas la información que les permita expandirse a nuevos mercados y resuelva problemas de coordinación. Mazzucato (2018) también se muestra favorable a la intervención del sector público mediante planes a largo plazo (misiones) que impulsen la actividad innovadora de las empresas.

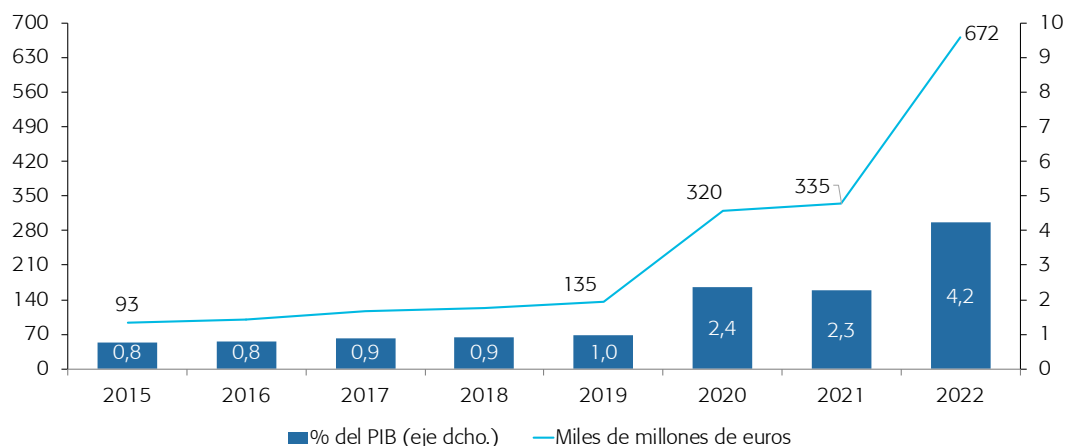
Sin embargo, en los últimos años se observa un cambio radical en la percepción sobre la deseabilidad de llevar a cabo políticas industriales, debido a una confluencia de diversos factores. El principal es la percepción de que los beneficios de la integración económica internacional se ven socavados por la aplicación de políticas proteccionistas o de apoyo a determinados sectores por parte de países como

La cuestión no es posicionarse en favor o en contra de la política industrial, sino ayudar a que esta se diseñe de la mejor forma posible. Corremos el riesgo de que las conclusiones de este debate pongan en cuestión los avances que se han obtenido en las últimas décadas en la aplicación de la política de defensa de la competencia.

China. En esencia, estas políticas industriales solo difieren en su magnitud de las que llevaron a cabo otras economías de Extremo Oriente con anterioridad, pero han provocado un replanteamiento sobre las reglas del juego en el comercio internacional que también afecta a la política industrial. En paralelo, la necesidad de llevar a cabo inversiones coordinadas de gran magnitud para hacer frente a desafíos como el cambio climático o la revolución digital han puesto sobre la mesa tanto por parte de Estados Unidos como de la Unión Europea la necesidad de aplicar políticas de promoción sectorial. A ello se suma, en el caso europeo, la necesidad de ejecutar con rapidez los gastos asociados a los fondos *NextGenEU* negociados durante la pandemia del COVID-19.

Gráfico 1

Evolución de las ayudas de estado en Europa, 2015-2022



Fuentes: Torres (2023) Ayudas de Estado registradas por la Comisión Europea; Eurostat y Funcas.

Gastar 750.000 millones de euros (140.000 en el caso español) en un periodo de tiempo relativamente corto puede generar ineficiencias en el procedimiento de priorización sectorial. Torres (2023) muestra el incremento de las ayudas de estado en Europa desde 2020 (gráfico 1). Finalmente, en el caso europeo es necesario tener en cuenta el debate que se produjo a raíz de la decisión de la Comisión Europea de no autorizar en 2019 la fusión entre Alstom y Siemens, pues ello hubiera dado lugar a una situación de monopolio en el suministro de material ferroviario de alta velocidad. Los gobiernos de Francia y Alemania, que habían apoyado la fusión de forma explícita, reclaman desde entonces un cambio en las reglas de la política de defensa de la competencia que la supedita a los objetivos de la industrial.

Por todo ello, la cuestión no es posicionarse en favor o en contra de la política industrial, sino ayudar a que esta se diseñe de la mejor forma posible. Corremos el riesgo de que las conclusiones de este debate pongan en cuestión los avances que se han obtenido en las últimas décadas en la aplicación de la política de defensa de la competencia. Dado que contar con mercados más competitivos beneficia de forma clara al conjunto de la sociedad (los únicos perjudicados son quienes obtienen rentas excesivas gracias a su poder de mercado), la competencia es

el mejor mecanismo disponible para garantizar un crecimiento basado en la innovación y que reduzca la desigualdad mediante el acceso a un mayor número de bienes y servicios a precios inferiores. Por ello, preservar la competencia debería ser el eje en la aplicación de la política industrial. Así, en este artículo defendemos que la política industrial debe llevarse a cabo con el objetivo de mejorar la competencia en los mercados, mediante los criterios que se exponen a continuación.

La competencia en el mercado: el ingrediente y la meta de la nueva política industrial europea

Un ejemplo de la compleja relación entre competencia y política industrial lo proporciona el desarrollo del mercado de vehículos eléctricos en China. En este caso, el éxito de la política industrial basada en ayudas gubernamentales se debe también a un mercado interior muy competitivo que actúa como motor de las innovaciones en el sector. Las empresas chinas de fabricación de automóviles han crecido de forma muy notable en los últimos años. Una combinación de subvenciones, créditos favorables, protección de su mercado y propiedad pública les ha permitido dominar totalmente su mercado de

vehículos eléctricos y competir con éxito en el resto del mundo. Aghion *et al.* (2015) demuestran empíricamente la complementariedad entre la competencia en el mercado y la eficacia de la política industrial. Empleando datos de la economía china estos autores muestran que las ayudas públicas tienen efectos más positivos cuanto más competencia en el mercado haya. De su trabajo también se desprende que las ayudas gubernamentales pueden ser incluso perjudiciales cuando el nivel de competencia es bajo.

La principal implicación de este análisis es que la política industrial europea debe servir para fortalecer el mercado interior, evitando poner en riesgo la competencia entre las empresas dentro de él (Petropoulos, 2023). Para lograr este objetivo un primer paso es hacer la política industrial compatible con la regulación de las ayudas de estado y, en particular, con su principio fundamental que consiste en limitar las subvenciones públicas a aquellas situaciones en las que exista un fallo de mercado (como externalidades, asimetrías de la información, etc.). Además, esta exigencia debe interpretarse como una condición necesaria pero no suficiente: si los mercados operan con suficiente competencia, se dan las condiciones óptimas para la innovación y la creación de valor que beneficia a los consumidores, por lo que la intervención es innecesaria. Pero si existe un fallo de mercado tenemos que estar seguros de que la intervención pública va a mejorar la situación. En otras palabras, las distorsiones asociadas a las ayudas públicas deben estar suficientemente compensadas por ganancias de eficiencia y/o la restauración del proceso competitivo. Un corolario de lo anterior es que las intervenciones gubernamentales deben limitarse a aquellas estrictamente necesarias para evitar los fallos de mercado, reduciendo en lo posible su impacto y minimizando las distorsiones a la competencia.

Un argumento habitual para defender la aplicación de la política industrial es el que se basa en la existencia de externalidades positivas que, debido a fallos de coordinación, no se explotan lo suficiente. Este argumento da lugar a intervenciones como la generación de clusters, el apoyo a la inversión en procesos de innovación o tecnologías incipientes, o incluso a desarrollar nuevos sectores industriales que, ya sea por la existencia de rendimientos

crecientes o por otro tipo de barreras, no se hayan desarrollado. Un ejemplo de éxito dentro de esta última categoría sería el caso de Airbus que, además de generar actividad industrial, permitió introducir competencia en el mercado de aviones de gran capacidad. En la actualidad, el ejemplo paradigmático de fomento de desarrollos industriales que el mercado no genera por sí solo son las factorías de microchips. La no existencia de producción de microchips en Europa se consideró uno de los principales desencadenantes de la crisis industrial asociada a la ruptura en la cadena de suministros.

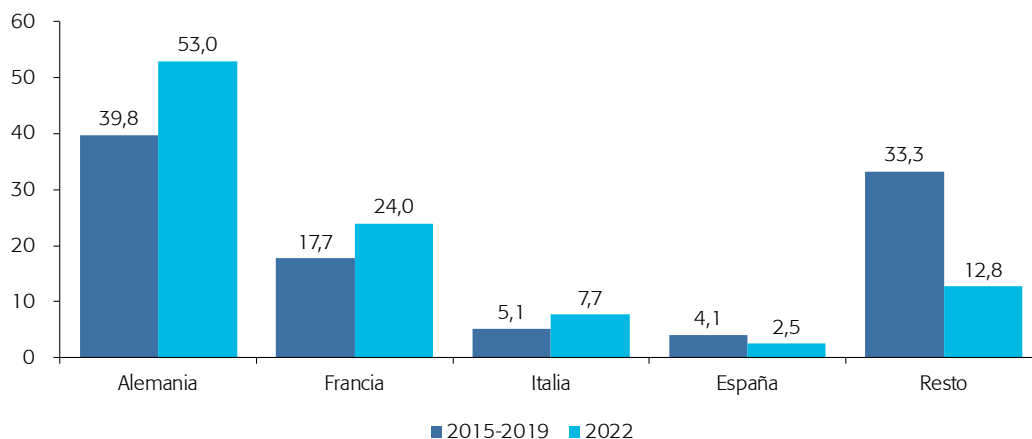
Aunque el análisis sobre este tipo de intervenciones no debe considerar posibles distorsiones de un mercado preexistente, sí debe tener en cuenta el coste de oportunidad de los fondos públicos, así como los criterios de equidad empleados en su asignación. Para evitar el mal uso de fondos públicos (lo que incluye los proyectos fallidos conocidos como “elefantes blancos”), Tirole (2023) propone implicar en la toma de decisiones tanto a expertos de alto nivel como al sector privado, quien debería asumir riesgos. Hay que enfatizar que estos tipos de análisis coste-beneficio de la intervención estatal son complejos. Deberíamos además ser conversadores en el análisis, porque hay que tener en cuenta que si el mercado no genera una determinada actividad industrial ello puede deberse a que existan limitaciones importantes para su desarrollo.

El problema de la equidad en la asignación de los fondos destinados a la política industrial puede analizarse desde diferentes perspectivas. Territorialmente, es necesario evitar que las diferencias en la capacidad financiera de los países determinen dónde se desarrollan las nuevas actividades industriales. Esta parece en gran medida la situación actual, Torres (2023) muestra que Francia y Alemania acaparan la mayor parte de las ayudas de estado, y que este último país concentró más de la mitad de las mismas en el año 2022 (gráfico 2). Por ello, sería deseable que las decisiones sobre la localización de las inversiones se tomen a nivel de sector y de forma centralizada para la Unión Europea. El proceso de decisión debería considerar, además de criterios técnicos y de eficiencia, factores de discriminación positiva que ayudasen a la convergencia económica de los diferentes territorios europeos.

Gráfico 2

Distribución de las ayudas de estado por países, 2015-2022

(Porcentaje sobre el total)



Fuentes: Torres (2023) Ayudas de Estado registradas por la Comisión Europea; Eurostat y Funcas.

El apoyo a un sector puede llevarse a cabo utilizando un amplio conjunto de instrumentos. Para facilitar la evaluación a posteriori y con ello permitir el control democrático por parte de los ciudadanos, la política industrial debe ser transparente al mostrar qué herramientas emplea. En este sentido, tanto el impacto de las subvenciones en las cuentas públicas como su coste de oportunidad son relativamente fáciles de evaluar. Al contrario, instrumentos indirectos como la distorsión de los estándares regulatorios o permitir fusiones empresariales que incrementen sustancialmente la concentración en el mercado, pueden dar lugar a importantes distorsiones y costes en términos de eficiencia poco transparentes. Por ejemplo, además de perjudicar a los consumidores, aumentar la concentración en el mercado puede reducir los incentivos a la innovación y, por ello, perjudicar a largo plazo la conquista de mercados externos.

Como muestra el trabajo de Miravete, Moral y Thurk (2018), los efectos negativos de distorsionar las regulaciones para favorecer a determinados sectores industriales no deberían ser minusvalorados. Dichos autores analizan cómo en la década de los noventa del siglo pasado la Unión Europea (UE) favoreció a los fabricantes europeos de automóviles de motores diésel, quienes contaban con una ventaja tecnológica, mediante la disminución de los

impuestos sobre ese carburante y, principalmente, reduciendo los estándares de emisiones de NOx. Como resultado de ello, en EE. UU., con estándares más estrictos, los coches con motores diésel tuvieron una cuota de mercado marginal, mientras que en la mayoría de los países europeos superaban el 50 %. Sin embargo, dada la evidencia sobre el impacto de las partículas de NOx en el desarrollo y evolución de enfermedades pulmonares, puede considerarse que el éxito industrial del diésel en Europa se produjo en gran parte a costa de la salud de los ciudadanos europeos. Miravete, Moral y Thurk (2018) estiman que esta distorsión de la regulación, invisible para los consumidores pero con importantes costes sanitarios, equivalía a incrementar los aranceles comerciales sobre los productores de coches de gasolina no europeos entre un 200 % y un 300 %.

La política industrial debe, además, ser neutral en términos sectoriales y tecnológicos. Los gobiernos no deberían apostar por determinadas empresas, tecnologías o sectores de forma directa mediante políticas industriales verticales. Es preferible dirigir las intervenciones directamente a corregir el fallo de mercado sin prejuzgar las soluciones tecnológicas o empresariales mediante las llamadas políticas horizontales. Por ejemplo, se puede incentivar la reducción de emisiones y el fomento de tecnologías

menos contaminantes sin imponer una determinada solución tecnológica, como hace el sistema de comercio de derechos de emisiones de la UE. En algunos casos, sin embargo, puede ser necesario asignar fondos a empresas o consorcios específicos para desarrollar proyectos de innovación concretos, como los encaminados a la producción de baterías para vehículos eléctricos. En estas situaciones, los fondos deben asignarse utilizando procedimientos competitivos no discriminatorios.

La crisis del multilateralismo y la respuesta estratégica europea

El consenso existente respecto a las bondades del modelo multilateral de crecimiento basado en el desarrollo del comercio internacional y la inversión multinacional parece haberse quebrado recientemente. Un elemento fundamental de dicho modelo era evitar que las políticas industriales, y en particular, los subsidios a las empresas generasen distorsiones en las relaciones comerciales. Así, una de las funciones de la Organización Mundial de Comercio es actuar como foro para resolver las disputas relacionadas con esta cuestión. Un buen ejemplo de su utilidad es el acuerdo alcanzado entre la UE y EE. UU. respecto a las ayudas que, de forma explícita o implícita, recibían tanto Boeing como Airbus. El acuerdo evitó la extensión de represalias comerciales en forma de aranceles sobre productos que no tenían nada que ver con ese mercado, como los agrícolas.

El cambio en la postura sobre el modelo de desarrollo tiene distintas causas. Por un lado, existe una percepción generalizada de que un nuevo actor principal (China) no juega con las mismas reglas y aplica políticas industriales que favorecen a sus empresas. Adicionalmente, los colectivos más perjudicados por la globalización y el desarrollo del comercio exterior han manifestado políticamente su oposición al modelo. Por ejemplo, la pérdida de empleos industriales en países desarrollados ha generado apoyo electoral a políticas abiertamente proteccionistas. Por último, las necesidades de llevar a cabo inversiones de gran magnitud para hacer posible la descarbonización de procesos productivos en prácticamente

todos los sectores económicos también actúa como justificación de una mayor intervención pública. A esta lista se podría añadir la reivindicación de la llamada "autonomía estratégica", que en términos económicos implica una desconfianza en la dependencia de suministros localizados en otros países. Lógicamente, esta posición es antitética respecto a la que defiende la especialización según la teoría de las ventajas comparativas.

En el caso de la política industrial, lo más relevante ha sido la implementación por parte de EE. UU. de un programa de ayudas empresariales (Inflation Reduction Act) en sectores como el fomento de la compra de vehículos eléctricos que, al condicionar la subvención a la fabricación local de un determinado peso de componentes, actúa como claro incentivo a la deslocalización industrial. La UE ha reaccionado relajando su normativa restrictiva sobre ayudas de estado al permitir que los gobiernos nacionales puedan destinar subvenciones a empresas que corran el riesgo de deslocalizarse a EE. UU. Un ejemplo muy reciente de dichas ayudas ha sido la que el Gobierno alemán ha destinado al fabricante sueco de baterías Northvolt, el cual recibirá 902 millones de euros a cambio de la construcción de una nueva fábrica en el norte de Alemania.

Estratégicamente, subvencionar la producción nacional o fijar aranceles entre países es un problema muy similar al famoso dilema de los presos. Es una estrategia dominante que cada país actúe no cooperativamente implementando políticas proteccionistas.

Estratégicamente, subvencionar la producción nacional o fijar aranceles entre países es un problema muy similar al famoso dilema de los presos. Es una estrategia dominante que cada país actúe no cooperativamente implementando políticas proteccionistas. Sin embargo, este equilibrio de aranceles altos y guerra de subvenciones genera menos bienestar que una solución cooperativa basada en el mayor comercio entre países. Esta es la lógica y la ventaja del modelo multilateral. No obstante, el equilibrio no cooperativo vuelve a surgir cuando países

como EE. UU. o China de desvían unilateralmente de la solución cooperativa con subsidios que discriminan en favor de la producción nacional.

Respecto a la magnitud de las ayudas, sorprende que el mecanismo diseñado por la Comisión Europea defina las ayudas máximas únicamente como un porcentaje respecto a la inversión total

Este ha sido el camino escogido por la UE al abrir la posibilidad de que los países miembros puedan responder a la amenaza de una deslocalización de una empresa debido a las subvenciones de EE. UU. con ayudas similares. Esta política plantea varios interrogantes, tanto respecto a la localización de las ayudas como a su magnitud. El mercado interior se puede tensionar si únicamente los países con suficiente capacidad financiera pueden reaccionar ante una posible deslocalización de sus empresas a EE. UU.

Respecto a la magnitud de las ayudas, sorprende que el mecanismo diseñado por la Comisión Europea defina las ayudas máximas únicamente como un porcentaje respecto a la inversión total¹. Un análisis más detallado podría calcular la magnitud mínima necesaria en cada caso para evitar la deslocalización, comparándola con los beneficios que el conjunto de la sociedad europea obtiene a cambio de las ayudas. Este análisis debería tener en cuenta tanto los efectos distributivos (en un caso extremo podría ocurrir que los únicos beneficiados por la ayuda fueran los propietarios de la empresa) como las implicaciones en términos de la competencia en los mercados finales.

Conclusiones

Los economistas tradicionalmente han sido escépticos respecto a la política industrial. Sin embargo, la transición digital, el reto del cambio climático y un entorno de relaciones internacionales distinto han

vuelto a situar a la política industrial en el centro del debate político. Este artículo no se posiciona en favor o en contra de la política industrial, sino que aboga por que, en caso de que esta se implemente, se haga respetando los principios de la política de defensa de la competencia y no ponga en riesgo el mercado único europeo. La política industrial debe circunscribirse a situaciones en las que identifique un fallo de mercado, e implementarse a través de mecanismos competitivamente neutrales, sin discriminación respecto a sectores, empresas o tecnologías.

Referencias

- Aghion, P., Cai, J., Dewatripont, M., Du, L., Harrison, A., Legros, P. (2015). Industrial Policy and Competition. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(4), pp. 1-32.
- Choi, J. y Levchenko, A. A. (2021). The long-term effects of industrial policy. *Working paper*, 29263. National Bureau of Economic Research.
- Juhász, R., Lane, N. J. y Rodrik, D. (2023). The new economics of industrial policy. *Working paper*, 31538. National Bureau of Economic Research.
- Mazzucato, M. (2018). Mission-oriented innovation policies: challenges and opportunities. *Industrial and corporate change*, 27(5), pp. 803-815.
- Miravete, E., Moral, M.-J. y Thurk, J. (2018). Taxation, Emissions Policy, and Competitive Advantage in the Diffusion of European Diesel Automobiles. *RAND Journal of Economics* 49(3), pp. 504-540.
- Myro, R. (1987). La empresa pública en la economía española (1940–1985). *Revista de Historia Económica-Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 5(2), pp. 371-379.
- Petrópoulos, G. (2019). How should the relationship between competition policy and industrial policy evolve in the European Union? Bruegel. <https://www.bruegel.org/blog-post/how-should-relationship->

¹ Véanse los detalles aquí: https://competition-policy.ec.europa.eu/system/files/2023-10/overview_of_TCTF_section_2.8_schemes.pdf

between-competition-policy-and-industrial-policy-evolve-european

Rodrik, D. (2004). Industrial policy for the twenty-first century. *Discussion paper*, 4767. Centre for Economic Policy Research.

Rodrik, D. y Sabel, C. (2022). Building a Good Jobs Economy. En D. Allen, Y. Benkler, L. Downey, R. Henderson y

J. Simons (Eds.), *A Political Economy of Justice* (pp. 61-95). Chicago: University of Chicago Press.

TIROLE, J. (2023). Competition and the industrial challenge for the digital age. *Annual Review of Economics*, 15, pp. 573-605.

TORRES, R. (2023). La empobrecedora inflación de subvenciones en Europa. *El País* (5 noviembre).

Novedades de regulación financiera

Departamento de Regulación y Estudios de CECA

Circular 3/2023 del Banco de España por la que se modifican las circulares 2/2016 y 1/2022 (BOE de 14 de noviembre)

La Circular 3/2023 modifica, por un lado, la Circular 2/2016 para incluir la prohibición de captar depósitos u otros fondos reembolsables del público en el régimen de prestación de servicios sin sucursal en España por entidades de crédito con sede en Estados no miembros de la Unión Europea. Además, (i) se introducen los aspectos mínimos que se analizarán en el proceso de autorización y la referencia a la aplicación de la Ley del Mercado de Valores y Servicios de Inversión (LMVSI) para las entidades que pretendan ofrecer servicios de inversión en España en régimen de prestación de servicios sin sucursal, y (ii) se elimina el contenido del formulario de la solicitud.

Por otro lado, se revisan las obligaciones de información al Banco de España en materia de remuneraciones, tanto para las entidades de crédito como para los establecimientos financieros de crédito (EFC) mediante la modificación de las Circulares 2/2016 y 1/2022, respectivamente. En este sentido, se extiende el ámbito de aplicación de los estados de remuneración con carácter general a todas las entidades de crédito, teniendo en cuenta el principio de proporcionalidad, en la medida de lo posible.

En relación con la información periódica general a reportar sobre remuneraciones, (i) se modifican los estados existentes en la Circular 2/2016; (ii) se

incorporan dos estados nuevos relativos al *reporting* sobre la brecha salarial en función del género, y a la información que debe utilizarse a efectos del ejercicio de comparación de las ratios más elevadas autorizadas entre los componentes fijos y variables de la remuneración, y (iii) se adaptan las frecuencias previstas en los nuevos estados de remuneración.

La primera remisión de los estados relativos a la información periódica general que hay que rendir sobre remuneraciones será la referida a la información correspondiente a 31 de diciembre de 2023, y se efectuará no más tarde del 15 de junio de 2024. Como excepción a lo anterior, la primera remisión del estado relativo a la información sobre la brecha salarial de género será la referida a la información correspondiente a 31 de diciembre de 2024, y se efectuará no más tarde del 15 de junio de 2025.

Reales decretos de desarrollo de la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (BOE de 9 de noviembre)

Real Decreto 813/2023 sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión

El objetivo de este Real Decreto es desarrollar las normas sobre las empresas de servicios de inversión

(ESI) y otras personas y entidades autorizadas para prestar servicios de inversión y sus normas de conducta, y las normas sobre los proveedores de servicios de suministro de datos, así como transponer la Directiva 2019/2034/UE (supervisión prudencial de empresas de servicios de inversión) y la Directiva Delegada (UE) 2021/1269 sobre factores de sostenibilidad.

A grandes rasgos, se regulan los siguientes aspectos:

- Nuevo régimen prudencial por el que se modifican los requisitos de capital inicial mínimo aplicables a las ESI.
- Nuevo régimen para las empresas de asesoramiento financiero nacional (EAFN). No tendrán consideración de ESI, ni podrán prestar servicios en otros Estados miembros de la UE.
- El régimen de prestación transfronteriza de servicios de inversión, distinguiendo entre la actuación transfronteriza llevada a cabo dentro de la UE, con requisitos análogos a los nacionales, y la actuación transfronteriza en relación con terceros Estados, con salvaguardas adicionales.
- La sistematización de la regulación de las participaciones significativas.
- Los sistemas, procedimientos y mecanismos de gestión de las ESI: (i) requisitos financieros; (ii) requisitos de organización interna y funcionamiento; (iii) requisitos de organización interna y funcionamiento de las empresas de servicios de inversión que realizan negociación algorítmica; (iv) requisitos de organización interna y funcionamiento de las ESI que realizan acceso electrónico directo, y (v) gobierno interno, tratamiento de los riesgos, remuneraciones y transparencia de las ESI grandes e interconectadas.
- En materia de incentivos, se añade que los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios derivados de la prestación del servicio de

colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme o aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme, están diseñados para elevar la calidad del servicio si permiten el acceso al mercado primario.

- La integración de los factores de sostenibilidad en las obligaciones en materia de gobernanza de productos.
- Se actualizan las disposiciones relativas a los proveedores de servicios de suministro de datos que han quedado obsoletas por la entrada en vigor de normativa europea.

Real Decreto 814/2023 sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado

El objetivo de este Real Decreto es sistematizar y reordenar la normativa vigente en aras de garantizar la claridad y simplicidad de la regulación de los mercados de capitales. A grandes rasgos, aborda lo siguiente:

- La reordenación de las disposiciones relativas a: (i) los aspectos relativos a los instrumentos financieros y la representación de valores negociables por medio de anotaciones en cuenta; (ii) la admisión a negociación de valores en mercados regulados, de ofertas públicas de venta o suscripción y de la responsabilidad del folleto; (iii) la compensación, liquidación y registro de valores negociables, y (iv) los límites de posición al volumen de una posición neta en derivados sobre materias primas agrícolas y derivados sobre materias primas críticas o significativos.
- La consideración de las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada como valores aptos para el desarrollo de las actividades de las plataformas de financiación participativa y de las empresas de servicios de inversión.

- La eliminación de la obligación para los depositarios centrales de valores de contar con un sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables (*post trade interface; PTI*).
- La eliminación del concepto de oferta pública.
- Nuevas exenciones para las contrapartidas financieras y no financieras que estén sujetas a la obligación legal de provisión de liquidez.
- Los requisitos de admisión a negociación de cada una de las emisiones de renta fija pasarán a ser comprobados sólo por el organismo rector del mercado de renta fija, pero no por la CNMV.
- El alineamiento de las obligaciones de seguimiento y control del depositario central de valores con la normativa europea.
- La eliminación de las menciones desfasadas, las que resultan inaplicables en la actualidad o que no reflejan de manera adecuada la realidad de los mercados de capitales españoles como, por ejemplo, las disposiciones relativas al mercado de deuda pública en anotaciones.

Además, transpone la Directiva 2021/338 relativa a las obligaciones de información y a los límites de posición en derivados para facilitar la recuperación económica tras la pandemia provocada por el virus COVID-19.

Real Decreto 815/2023 en relación con los registros oficiales de la CNMV, la cooperación con otras autoridades y la supervisión de empresas de servicios de inversión

El objetivo de este Real Decreto es desarrollar las potestades y facultades administrativas de supervisión de la CNMV. Para ello, regula lo siguiente:

- Los registros oficiales que la CNMV deberá establecer y mantener.
 - Las relaciones de cooperación con el Banco de España, las autoridades de supervisión de otros Estados miembros de la UE, ESMA y las autoridades supervisoras de terceros Estados.
 - La supervisión de las empresas de servicios de inversión.
 - Las obligaciones de publicidad de la CNMV en materia de solvencia.
- Además, el Real Decreto transpone parcialmente la Directiva (UE) 2019/2034.

Real Decreto 816/2023 por el que se modifica el régimen de las de instituciones de inversión colectiva

Este Real Decreto modifica el Real Decreto 1082/2012 (Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 de IIC) y transpone la Directiva Delegada (UE) 2021/1270 en lo que atañe a los riesgos de sostenibilidad y los factores de sostenibilidad que deben tenerse en cuenta en relación con los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Las principales novedades del texto son las siguientes:

- Se establece el medio telemático como forma de comunicación por defecto con partícipes y accionistas.
- Se elimina la exigencia de la elaboración del informe trimestral dirigido a los partícipes.
- Se desarrolla el procedimiento que regula las manifestaciones de interés para designar a una nueva gestora y/o depositario que sustituya a la gestora y/o depositario que se encuentre en una situación de concurso, revocación o suspensión.
- Se elimina la obligación de aportar el reglamento interno de conducta en el trámite de autorización.
- Se incorpora en los procesos, sistemas y controles internos de las sociedades de gestión los riesgos de sostenibilidad.

Real Decreto 1180/2023 sobre el sistema de indemnización de los inversores e IIC (BOE de 28 de diciembre)

El objetivo de este Real Decreto es actualizar el Fondo de Garantía de Inversores (FOGAIN), modificar el régimen de aportaciones y mejorar el régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva (IIC). Destacan las siguientes modificaciones:

Real Decreto 948/2001 (sobre sistemas de indemnización de los inversores):

- Se podrán adherir al FOGAIN las empresas de asesoramiento financiero nacionales (EAFN), que dispondrán de un plazo de tres meses desde la entrada en vigor de este Real Decreto para su adhesión.
- Se excluye a los inversores profesionales de la garantía del fondo el dinero y los valores e instrumentos confiados.
- Se modifica el régimen económico de las aportaciones anuales que las entidades adheridas al FOGAIN están a obligadas a cumplir.
- Se introduce una nueva fórmula para determinar el volumen de patrimonio a partir del cual se producirá la reducción progresiva de las aportaciones que deben llevar a cabo las entidades adheridas.
- Se introduce un régimen voluntario y progresivo de adaptación al nuevo régimen de aportaciones al FOGAIN para aquellas entidades que ya se encontraban adheridas.

Real Decreto 1082/2012 (desarrollo de la Ley de IIC):

- Se modifica el régimen de la comisión de gestión de los fondos de inversión establecida en función del patrimonio. La gestora deberá especificar en folleto el sistema de cálculo

de la comisión de gestión sobre resultados. Asimismo, se deberá establecer un periodo de referencia de rentabilidad de forma que la comisión de gestión sobre resultados únicamente se podrá pagar cuando se haya acumulado una rentabilidad positiva durante dicho periodo.

- Se elimina el requerimiento de que el comercializador no pertenezca al mismo grupo que la sociedad gestora, para que las entidades comercializadoras de fondos de inversión puedan cobrar a los partícipes comisiones por la custodia y administración de las participaciones.
- Se elimina la obligación de exigir la publicación en el folleto de un indicador de gastos corrientes.
- Se establece que en los casos de disolución y liquidación de un fondo de inversión es posible, manteniendo la suspensión del derecho del partícipe a solicitar el reembolso, articular los pagos a cuenta mediante el reembolso de participaciones.
- Se eliminan los límites cuantitativos que se imponen a las IIC para invertir en instrumentos financieros que incorporen derechos de voto sobre un emisor, dejando la referencia a la posibilidad de ejercer una influencia notable sobre el emisor.
- Se elimina la exigencia de un coeficiente de liquidez del 1 % para las IIC.
- Se ajustan los períodos mínimos de permanencia, eliminando el límite cuantitativo máximo que se ligaba al momento inicial en el que el partícipe suscribía su participación y que actualmente se fijaba en un año, para pasar a fijar un límite de permanencia ligado al plazo previsto para la liquidación de las inversiones que se efectúen en la IIC de inversión libre.
- Se flexibiliza el prorrateo de los reembolsos que se efectuará sin condicionarlo a que

se liquiden en la siguiente fecha de reembolso sino a que se disponga de la liquidez necesaria.

- Se flexibiliza el régimen de comercialización para inversores no considerados profesionales de las IIC de inversión libre para asimilarlo al régimen que la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas.
 - Se establecen límites más estrictos en la comisión de gestión y depósito. En concreto, a partir del segundo año desde la creación del fondo o compartimento de propósito especial resultante, la comisión de gestión tendrá como límite máximo una tercera parte de la establecida en la IIC original, o el 0,20 % del patrimonio gestionado, si aquélla resultara inferior a dicho porcentaje. La comisión de depósito tendrá como límite máximo el establecido en la IIC original.
 - Se permite que en los reglamentos de gestión de los fondos se prevean periodos de preaviso ajustados al plazo máximo para atender las solicitudes de suscripción y reembolso.
 - Se refuerzan los límites a la diversificación de riesgos de la Sociedad Gestora de IIC para incluir dentro del límite del 25 % de concentración en una misma entidad o entidades pertenecientes al mismo grupo no solo valores emitidos, sino todo tipo de instrumentos financieros y también efectivo.
- Se prorroga hasta el 31 de diciembre de 2024 la suspensión de las compensaciones o comisiones por reembolso o amortización anticipada total y parcial de los préstamos y créditos hipotecarios a tipo de interés variable, así como la suspensión de las comisiones de dichos préstamos y créditos por la conversión de tipo variable a tipo fijo o con un primer periodo fijo de, al menos, tres años.
 - Se extiende el régimen de limitación de las comisiones de reembolso para las amortizaciones subrogatorias y de novación, a las hipotecas a tipo fijo, y a los casos en los que la operación resultante tenga un tipo de interés fijo durante un periodo inicial de, al menos, tres años (hipotecas mixtas). De este modo, durante los primeros tres años de vigencia del contrato de préstamo, la compensación o comisión por reembolso o amortización anticipada no podrá superar la pérdida financiera que pudiera sufrir el prestamista, con el límite del 0,05 % del capital reembolsado anticipadamente. Transcurridos esos tres años, no procederá ningún tipo de compensación por el cambio de tipo variable a tipo fijo o mixto.

→ Medidas en materia de servicios y sistemas de pago

- Se limita el cobro de comisiones por el servicio de retirada de efectivo en ventanilla a los colectivos vulnerables, siendo estos aquellas personas mayores de 65 años y aquellas con alguna discapacidad reconocida igual o superior al 33%.
- Se exige el cumplimiento de las obligaciones recogidas en el capítulo II del Reglamento DORA a los operadores de sistemas de pago, los operadores de esquemas de pago, los operadores de acuerdos de pago electrónico, los procesadores de pagos y otros proveedores de servicios tecnológicos. El Banco de España será la autoridad competente para la supervisión y sanción del

Real Decreto-ley 8/2023 para afrontar las consecuencias económicas y sociales derivadas de los conflictos en Ucrania y Oriente Próximo (BOE de 28 de diciembre)

En el ámbito financiero, a grandes rasgos destacan las siguientes medidas:

- Medidas en materia hipotecaria

cumplimiento de dichas obligaciones (se exceptúa a los operadores de sistemas de pago considerados de importancia sistémica por el BCE). Las entidades tendrán que implementar las medidas necesarias para cumplir con las nuevas obligaciones desde el 17 de enero de 2025.

→ Medidas en materia de vivienda

- Se autoriza al Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana para que, mediante convenio con el Instituto de Crédito Oficial, por un plazo de hasta 35 años, desarrolle una línea de avales de hasta 2.000 millones de euros que ofrezcan cobertura parcial del Estado, para la financiación a promotores públicos y privados en forma de préstamo para promoción de vivienda social.
- Se amplía hasta el 31 de diciembre de 2024 la suspensión de los desahucios y

lanzamientos para hogares vulnerables sin alternativa habitacional.

- Se prorroga hasta el 31 de diciembre de 2024 la posibilidad de solicitar la compensación por parte del arrendador o propietario para hacer frente a las situaciones de vulnerabilidad social y económica en el ámbito de la vivienda.

→ Prórroga del plazo para el pago de obligaciones afectados La Palma:

- Se establece un nuevo plazo (hasta el 30 de enero de 2024) para que aquellos deudores afectados por los movimientos sísmicos y erupciones volcánicas acaecidos en La Palma que hubieran solicitado la suspensión de las obligaciones de pago de intereses y principal para préstamos y créditos con y sin garantía hipotecaria, puedan solicitar una suspensión adicional de seis meses de dichas obligaciones.

Panel de previsiones de la economía española

Enero 2024

Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas

Según el consenso de analistas, el PIB creció un 2,4 % en 2023, lo mismo que lo anticipado en la previsión de noviembre. La estimación no ha variado, en primer lugar, porque la revisión de los datos de Contabilidad Nacional Trimestral por parte del INE ha sido de escasa cuantía, sin variar el crecimiento acumulado durante los tres primeros trimestres del año. Además, el consenso para el cuarto trimestre espera un crecimiento del 0,3 % que, si bien es mayor en una décima respecto a la anterior previsión, no modifica la media anual esperada.

La demanda nacional habría aportado 1,9 puntos porcentuales al crecimiento del PIB (dos décimas más de lo adelantado en el anterior consenso) y el sector exterior 0,5 puntos porcentuales (dos décimas menos). La estimación del consumo, tanto público como privado, se revisa al alza, mientras que la de inversión se reduce. Respecto a las exportaciones e importaciones, la estimación se revisa a la baja, más en el caso de las primeras que en el de las segundas (cuadro 1).

La previsión de consenso para el crecimiento del PIB en 2024 se mantiene en el 1,6 %, por debajo de la del Gobierno, pero cercana a las del Banco de España y organismos internacionales (cuadro 1). Se espera un avance del 0,3 % y 0,4 % en el primer y segundo trimestre, respectivamente, seguidos de avances de 0,5 % para el resto de los trimestres (cuadro 2).

Se estima que el PIB creció un 2,4 % en 2023

La previsión para 2024 se mantiene en el 1,6 %

* El Panel de previsiones de la economía española es una encuesta realizada por Funcas entre los 19 servicios de análisis que se recogen en el cuadro 1. La encuesta, que se viene realizando desde 1999, se publica bimestralmente en los meses de enero, marzo, mayo, julio, septiembre y noviembre. A partir de las respuestas a dicha encuesta, se ofrecen las previsiones de "consenso", que se calculan como la media aritmética de las 19 previsiones individuales. A modo de comparación, aunque sin formar parte del consenso, también se presentan las previsiones del Gobierno, el Banco de España y los principales organismos internacionales.

Se reduce la previsión de inflación general y subyacente para 2024

Para el conjunto del año el crecimiento se sustentará en la demanda nacional, que aportará 1,7 puntos porcentuales, mientras que el sector exterior restará una décima porcentual, tal y como se estimó en el anterior consenso. La desaceleración en relación a 2023 se percibirá en el consumo, tanto público como privado, y en el sector exterior –por un avance importante de las importaciones–, mientras que la inversión mostrará más vigor.

El IPC general ha registrado una moderación en los últimos meses del año, cerrando el ejercicio con una media anual del 3,5 %. De manera similar, la inflación subyacente también se ha moderado en el cuarto trimestre, con una media anual del 6 % (cuadro 1).

La previsión para la tasa media anual de 2024 se reduce en tres décimas respecto al anterior Panel, hasta el 3 %. La tasa interanual de diciembre sería del 2,7 % (cuadro 3). En cuanto a la inflación subyacente, la previsión de la tasa media anual se reduce en una décima hasta el 3,2 %.

El mercado laboral continúa mostrando fortaleza

Según las cifras de afiliación a la Seguridad Social, la creación de empleo en el cuarto trimestre fue similar a la del trimestre previo, si bien se trata de un ritmo inferior a la primera parte del año.

La estimación de consenso de crecimiento del empleo en 2023 es del 2,6 %, y para 2024 se prevé un crecimiento del 1,5 %, tres décimas más y una menos, respectivamente, en relación con el Panel de noviembre. A partir de las previsiones de crecimiento del PIB, del empleo y de las remuneraciones salariales se obtiene la previsión implícita de crecimiento de la productividad y de los costes laborales unitarios (CLU). La productividad por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo se habría reducido un 0,2 % en 2023 y la previsión es que crecerá un 0,1 % este año. En cuanto a los CLU, se habrían incrementado un 4,7 % en 2023 y se prevé un 3,4 % en 2024.

La tasa de desempleo media anual se habría situado, según el consenso, en el 12,1 % en 2023, y se reduciría cuatro décimas hasta el 11,7 % en 2024 (cuadro 1).

Superávit externo histórico

La balanza de pagos por cuenta corriente registró un saldo positivo hasta octubre de 32.733 millones de euros, siendo este el mejor dato en este periodo de toda la serie histórica. Para el conjunto del 2023, la estimación de consenso apunta a un superávit del 2,1 % del PIB, dos décimas más respecto a la anterior previsión. El superávit alcanzará el 1,5 % este año –dos décimas más– (cuadro 1).

Se mantiene la previsión de déficit público

Las administraciones públicas, excluyendo las corporaciones locales registraron hasta octubre un déficit de 19.178 millones de euros, frente a 19.808 millones en el mismo periodo del año anterior. Este resultado es

consecuencia de un incremento en los ingresos ligeramente superior al crecimiento de los gastos.

El consenso de analistas mantiene las previsiones de déficit público en el 4,1 % y 3,6 % del PIB para 2023 y 2024, respectivamente. Ambas cifras son superiores a las que contempla el Gobierno, el Banco de España y los principales organismos internacionales (cuadro 1).

El contexto internacional está marcado por el impacto del ciclo de endurcimiento monetario y las incertidumbres generadas por las tensiones geopolíticas. Las disrupciones provocadas en el transporte marítimo en el mar Rojo han encarecido los fletes, con especial incidencia en la economía europea. Otro factor de debilitamiento de la economía global es el ajuste de la economía China como consecuencia del exceso de deuda privada. Sin embargo, la economía de EE. UU. parece sostener mejor el impacto de las subidas de tipos de interés.

Los indicadores de coyuntura reflejan la atonía global. El índice global de gestores de compra de diciembre (PMI global) se sitúa ligeramente por encima del nivel 50, consistente con un crecimiento lento de la economía mundial. En el caso de la eurozona, el indicador permanece en fase contractiva (de los cuatro grandes países europeos, solo España se sitúa por encima del umbral 50).

Las valoraciones del Panel siguen siendo pesimistas acerca del entorno externo (cuadro 4) sin que se vislumbre un cambio claro de tendencia a corto plazo, especialmente fuera de la UE.

La desaceleración de la economía, junto con la progresiva normalización de los mercados energéticos, está propiciando una desescalada de la inflación. Sin embargo, los bancos centrales consideran que es todavía temprano para bajar la guardia en la lucha contra la subida de los precios. Desde el último Panel, el BCE ha mantenido sus tipos de interés, y sus principales responsables no vaticinan cambios a muy corto plazo.

Los analistas han integrado el mensaje, y prevén que los tipos se mantendrán en niveles elevados durante más tiempo de lo anticipado. La previsión de consenso es que la facilidad de depósitos se mantendrá en su nivel actual del 4 % hasta el primer trimestre del 2024, antes de emprender una senda ligeramente descendente (cuadro 2). La facilidad de depósitos se aproximaría al 3,25 % a finales del ejercicio, ligeramente por encima del anterior consenso.

Los tipos de interés de mercado seguirían una tendencia similar, o incluso más pronunciada en el caso de los bonos públicos. A finales del año, el euríbor se acercaría al 3,25 % (frente al 3,6 % en la anterior valoración) y el rendimiento de la deuda pública española con vencimientos a 10 años rozaría el 3 % (medio punto menos).

El entorno externo sigue siendo desfavorable

Según la previsión de consenso, los tipos del BCE bajarán en 0,75 puntos de aquí a finales de año

Relativa estabilidad del euro frente al dólar

Uno de los efectos colaterales del agravamiento del conflicto entre Israel y Palestina fue la apreciación del dólar frente al euro, por su condición de valor refugio. Más recientemente, sin embargo, el euro se ha recuperado, alentado por los mejores datos de inflación y la posibilidad de un descenso de tipos de interés. Según el consenso, se anticipa una relativa estabilidad de la cotización del euro durante el periodo de previsión (cuadro 2).

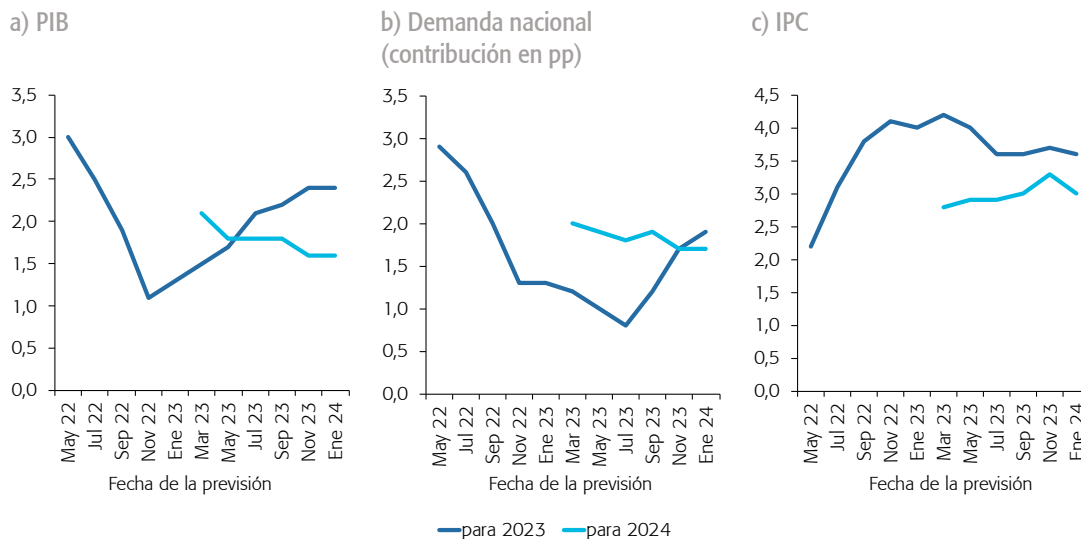
La política monetaria está siendo restrictiva y la fiscal expansiva

En cuanto a la política macroeconómica, el consenso se mantiene prácticamente sin cambios. Casi todos los panelistas siguen considerando que la política fiscal está siendo expansiva, cuando debería ser neutra en relación con el ciclo económico (cuadro 4). Las opiniones son también cuasi unánimes acerca del carácter restrictivo que está teniendo la política monetaria, siendo mayoritariamente ésta la posición adecuada.

Gráfico 1

Evolución de las previsiones (valores de consenso)

(Variación anual en porcentaje)



Fuente: Panel de previsiones Funcas.

Cuadro 1

Previsiones económicas para España - enero 2024

(Variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

	PIB		Consumo hogares		Consumo público		Formación bruta de capital fijo						Demanda nacional (3)	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	Total		Maquinaria y bienes de equipo		Construcción		2023	2024
							2023	2024	2023	2024	2023	2024		
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	2,4	1,6	2,3	2,2	2,7	2,2	1,9	2,9	0,7	5,2	2,9	1,0	2,3	2,4
BBVA Research	2,4	1,5	2,2	1,7	2,7	1,4	1,8	4,5	-0,2	5,0	3,0	3,5	1,9	2,1
CaixaBank Research	2,4	1,4	2,2	1,9	2,6	1,4	1,9	2,5	-0,1	3,7	3,1	1,5	1,9	1,8
Cámara de Comercio de España	2,4	1,6	1,7	1,6	2,7	1,9	1,7	1,8	-1,2	1,3	2,8	2,5	1,8	1,5
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-URJC)	2,5	1,8	1,7	2,0	2,4	0,8	0,9	1,9	-1,8	2,5	3,0	1,5	1,7	1,7
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	2,4	2,1	2,1	1,7	2,6	2,4	1,7	5,2	-0,2	5,4	2,9	4,5	2,0	2,6
CEOE	2,4	1,4	2,0	1,7	2,5	1,1	1,0	2,1	-1,9	1,2	2,6	0,7	1,6	1,6
Equipo Económico (Ee)	2,4	1,8	2,2	1,9	2,6	1,5	1,7	2,8	-0,8	3,2	2,6	2,8	2,1	1,9
EthiFinance Ratings	2,4	1,7	1,3	1,8	1,7	1,5	1,5	2,1	1,1	1,8	3,1	3,0	-	-
Funcas	2,4	1,5	2,3	2,1	2,6	0,4	1,8	1,7	0,2	1,8	3,2	1,7	2,1	1,6
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	2,4	1,8	2,1	1,7	2,6	1,0	1,6	2,2	-0,3	2,1	2,9	1,6	1,8	1,5
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	2,4	1,3	1,9	1,8	2,4	1,0	0,8	2,1	-2,0	1,3	2,5	0,7	1,5	1,6
Intermoney	2,4	1,9	1,9	2,4	2,0	1,0	2,0	3,2	0,2	3,0	3,5	3,5	1,8	2,1
Mapfre Economics	2,5	1,3	1,6	1,5	2,2	0,9	1,6	1,2	-	-	-	-	1,4	1,0
Metyis	2,4	1,4	2,0	1,6	2,2	0,8	2,5	2,8	0,2	2,3	3,2	3,5	1,6	1,6
Oxford Economics	2,4	1,4	2,1	1,4	3,0	0,7	1,4	1,7	-2,0	1,5	2,2	-0,5	2,0	1,0
Repsol	2,4	1,2	2,5	1,7	3,5	1,8	1,5	1,7	-0,1	1,6	2,7	1,4	2,0	1,1
Santander	2,4	1,4	2,4	2,3	3,3	1,0	1,2	1,8	-0,4	2,6	2,2	1,0	2,0	2,0
Universidad Loyola Andalucía	2,4	1,8	2,0	2,0	2,8	2,5	3,1	2,1	-1,2	0,6	4,0	1,9	2,2	1,5
CONSENSO (MEDIA)	2,4	1,6	2,0	1,8	2,6	1,3	1,7	2,4	-0,6	2,6	2,9	2,0	1,9	1,7
Máximo	2,5	2,1	2,5	2,4	3,5	2,5	3,1	5,2	1,1	5,4	4,0	4,5	2,3	2,6
Mínimo	2,4	1,2	1,3	1,4	1,7	0,4	0,8	1,2	-2,0	0,6	2,2	-0,5	1,4	1,0
Diferencia 2 meses antes (1)	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	0,2	0,0
- Suben (2)	5	1	8	3	7	3	0	2	2	2	0	2	7	2
- Bajan (2)	0	5	0	4	0	2	8	6	5	5	7	6	0	3
Diferencia 6 meses antes (1)	0,3	-0,2	1,6	0,0	1,4	0,0	0,1	-0,8	-1,4	-1,0	0,5	-1,1	1,1	-0,1
<i>Pro memoria:</i>														
Gobierno (octubre 2023)	2,4	2,0	1,5	2,5	1,9	0,2	3,0	4,0	-	-	-	-	1,9	2,2
Banco de España (diciembre 2023)	2,4	1,6	2,2	2,3	2,2	0,8	1,8	2,7	-	-	-	-	1,8	2,0
CE (noviembre 2023)	2,4	1,7	1,5	2,0	1,6	0,4	2,4	3,4	1,0	5,3	3,2	2,4	-	-
FMI (octubre 2023)	2,5	1,7	2,0	1,4	3,0	1,3	2,4	3,8	-	-	-	-	2,0	1,7
OCDE (noviembre 2023)	2,4	1,4	2,2	1,9	-	-	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-

(1) Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).

(2) Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.

(3) Contribución al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.

Cuadro 1 (cont)

Previsiones económicas para España - enero 2024

(Variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

	Exportaciones bienes y servicios		Importaciones bienes y servicios		IPC total (media anual)		IPC subyacente (media anual)		Remunerac. salarial (3)		Empleo (4)		Paro (EPA) (% población activa)		B. Pagos c/c (% del PIB) (5)		Saldo AA.PP. (% del PIB)	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	0,7	-2,1	0,4	-0,3	3,5	3,1	6,0	2,7	4,6	3,7	2,7	1,2	12,0	11,8	2,4	0,7	-3,9	-3,0
BBVA Research	0,8	1,8	-0,3	3,3	3,5	3,5	6,0	3,4	4,7	3,8	3,1	1,9	12,2	11,8	2,8	2,9	-4,1	-3,7
CaixaBank Research	0,6	-1,6	-0,7	-0,7	3,5	3,6	6,0	3,1	4,0	3,0	2,2	1,4	12,1	11,8	1,8	1,7	-4,2	-3,6
Cámara de Comercio de España	1,2	1,2	-0,6	1,1	3,5	2,7	6,0	3,3	--	--	2,2	1,0	12,4	12,4	0,9	0,5	-4,2	-3,7
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-URJC)	1,8	3,4	-0,4	3,2	3,5	3,3	6,0	3,2	--	--	2,6	1,2	11,2	10,4	1,2	1,0	-4,1	-3,4
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	0,5	3,0	-0,4	4,8	3,5	2,5	6,0	--	4,8	3,8	2,7	1,0	12,4	12,1	2,2	0,9	-3,4	-3,0
CEOE	0,8	2,2	-1,3	2,6	3,5	3,0	6,0	2,9	4,9	3,6	2,7	1,3	12,1	11,7	2,5	1,5	-4,2	-3,7
Equipo Económico (Ee)	1,0	1,0	-0,1	1,4	3,5	3,3	6,0	3,4	4,5	4,0	2,7	2,0	12,2	11,9	1,7	1,2	-4,0	-3,7
EthiFinance Ratings	3,0	2,0	1,0	3,0	3,5	3,3	6,0	3,3	--	--	--	--	12,6	12,1	1,3	1,0	-4,3	-3,8
Funcas	1,4	1,2	0,7	1,6	3,5	3,2	6,0	2,9	5,2	3,0	3,1	1,3	12,1	11,5	2,5	2,4	-4,0	-3,5
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	3,1	3,8	1,5	2,7	3,5	3,2	6,0	3,5	--	--	2,2	1,3	12,1	11,8	2,0	1,5	-4,1	-3,4
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	1,0	1,7	-1,2	2,6	3,5	3,1	6,0	3,0	4,9	3,6	2,6	1,1	12,2	12,0	2,2	0,8	-4,3	-3,8
Intermoney	1,6	1,5	0,2	2,3	3,5	3,5	6,0	3,6	--	--	1,9	2,0	12,1	12,0	1,5	--	-4,0	-3,6
Mapfre Economics	4,0	2,2	1,5	1,9	3,5	2,5	6,0	2,5	--	--	--	--	11,5	11,6	3,0	2,7	-3,9	-3,8
Metýs	3,0	2,0	-0,1	1,5	3,5	3,2	6,0	3,6	4,0	3,3	2,0	1,3	12,1	11,8	2,6	2,2	-3,8	-3,4
Oxford Economics	1,2	2,3	-0,1	1,4	3,5	2,1	6,0	2,6	--	--	--	--	12,1	11,6	2,7	3,3	-4,2	-4,0
Repsol	1,0	2,4	-0,1	2,2	3,5	2,5	6,0	2,7	3,5	3,0	3,1	2,6	12,1	11,8	2,5	1,0	-4,4	-3,5
Santander	1,2	1,4	0,3	2,7	3,5	3,0	6,0	3,0	--	--	--	--	12,1	11,8	--	--	--	--
Universidad Loyola Andalucía	2,2	1,6	1,0	1,1	3,5	2,6	6,0	5,0	--	--	2,5	2,4	12,0	11,3	2,4	1,1	-3,9	-3,7
CONSENSO (MEDIA)	1,6	1,6	0,1	2,0	3,5	3,0	6,0	3,2	4,5	3,5	2,6	1,5	12,1	11,7	2,1	1,5	-4,1	-3,6
Máximo	4,0	3,8	1,5	4,8	3,8	3,6	6,7	5,0	5,2	4,0	3,1	2,6	12,6	12,4	3,0	3,3	-3,4	-3,0
Mínimo	0,5	-2,1	-1,3	-0,7	3,4	2,1	4,2	2,5	3,5	3,0	1,9	1,0	11,2	10,4	0,9	0,5	-4,4	-4,0
Diferencia 2 meses antes (1)	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0
- Suben (2)	4	1	3	1	0	0	2	5	3	2	7	4	2	2	10	7	2	3
- Bajan (2)	5	7	5	7	13	12	10	5	2	2	0	1	5	3	1	0	2	1
Diferencia 6 meses antes (1)	-4,5	-1,4	-2,6	-1,4	0,0	0,1	0,3	0,1	0,8	0,0	1,2	0,2	-0,5	-0,5	0,7	0,4	0,0	-0,1
<u>Pro memoria:</u>																		
Gobierno (octubre 2023)	3,4	2,4	1,4	3,3	--	--	--	--	--	--	2,2	1,4	11,8	10,9	2,5	1,9	-3,9	-3,0
Banco de España (diciembre 2023)	1,0	0,3	-0,4	1,3	3,4 (6)	3,3 (6)	4,1 (7)	1,9 (7)	--	--	1,9 (8)	1,3 (8)	12,1	11,7	--	--	-3,8	-3,4
CE (noviembre 2023)	1,9	2,8	0,2	3,5	3,6 (6)	3,4 (6)	4,3 (7)	3,1 (7)	4,8	3,9	1,9	1,2	12,1	11,6	1,9	1,7	-4,1	-3,2
FMI (octubre 2023)	3,1	2,5	1,9	2,9	3,5	3,9	--	--	--	--	1,7	1,0	11,8	11,3	2,1	2,0	-3,9	-3,0
OCDE (noviembre 2023)	1,4	1,4	0,0	2,0	3,5 (6)	3,7 (6)	4,3 (7)	3,1 (7)	--	--	3,2	2,2	12,0	12,0	2,5	1,4	-3,6	-3,2

(1) Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).

(2) Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.

(3) Contribución al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.

(4) En términos de Cont. Nacional: puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

(5) Saldo de la balanza por cuenta corriente, según Banco de España.

(6) Índice armonizado.

(7) Índice armonizado excluyendo energía y alimentos.

(8) Horas.

Cuadro 2

Previsiones trimestrales - enero 2024

	23-I T	23-II T	23-III T	23-IV T	24-I T	24-II T	24-III T	24-IV T
PIB (1)	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
Euribor 1 año (2)	3,65	4,01	4,15	3,68	3,67	3,56	3,42	3,27
Tipo interés deuda pública 10 años (2)	3,43	3,40	3,71	3,12	3,13	3,09	3,05	3,02
Tipo interés BCE op. princip. de financ. (3)	3,50	4,00	4,50	4,50	4,48	4,27	4,04	3,65
Tipo interés BCE depósitos (3)	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,78	3,56	3,30
Tipo cambio dólar / euro (2)	1,07	1,08	1,07	1,09	1,09	1,09	1,10	1,10

Previsiones en zona sombreada.

(1) Tasas de crecimiento intertrimestrales.

(2) Media mensual del último mes del trimestre.

(3) Último día del trimestre.

Cuadro 3

Previsiones IPC - enero 2024

(Variación interanual en porcentaje)

dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	dic-24
3,1	3,3	3,0	3,0	2,7

Cuadro 4

Previsiones IPC - enero 2024

(Variación interanual en porcentaje)

	Actualmente			Tendencia 6 próximos meses		
	Favorable	Neutro	Desfavorable	A mejor	Igual	A peor
Contexto internacional: UE	0	3	16	5	12	2
Contexto internacional: No UE	0	3	16	3	10	6

	Está siendo			Debería ser		
	Restrictiva	Neutra	Expansiva	Restrictiva	Neutra	Expansiva
Valoración política fiscal (1)	0	1	18	3	16	0
Valoración política monetaria (1)	19	0	0	11	8	0

(1) En relación a la situación coyuntural de la economía española.

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	2,4	2,3	2,6	1,8	3,2	0,2	1,4	0,7	2,1	0,3	
2024	1,5	2,1	0,4	1,7	1,7	1,8	1,2	1,6	1,6	-0,1	
2025	2,0	2,0	0,7	3,3	3,2	3,5	2,4	2,4	1,9	0,1	
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	4,1	2,8	1,8	-0,3	3,3	-3,9	9,3	2,2	1,5	2,7
	II	2,0	2,3	4,4	1,5	3,6	-0,9	-0,8	-0,2	2,3	-0,3
	III	1,8	1,1	4,3	0,2	1,4	-1,0	-2,3	-2,4	1,8	0,0
	IV	1,6	3,2	0,1	5,8	4,6	7,0	0,0	3,1	2,7	-1,1
2024	I	1,3	2,9	0,5	2,9	3,3	2,5	-3,7	-1,0	2,4	-1,1
	II	1,2	2,5	-0,3	1,3	0,1	2,7	0,0	1,4	1,7	-0,5
	III	1,5	1,6	-0,9	2,1	2,8	1,3	5,3	4,9	1,2	0,2
	IV	1,9	1,6	2,4	0,7	0,7	0,7	3,4	1,3	1,0	0,9
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	0,5	0,1	2,8	1,3	4,4	4,3	4,3	0,4	0,2
	II	0,4	0,8	1,3	1,8	3,4	-0,1	-3,0	-2,1	0,8	-0,4
	III	0,3	1,3	1,3	-0,6	-2,5	1,6	-4,1	-2,9	0,8	-0,5
	IV	0,3	0,5	-2,5	1,7	2,4	1,0	3,0	4,0	0,1	0,2
2024	I	0,2	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,5	0,2	0,2	0,0
	II	0,4	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,7	0,3	0,4	0,0
	III	0,5	0,5	0,6	0,2	0,2	0,2	1,0	0,4	0,4	0,1
	IV	0,7	0,5	0,8	0,3	0,3	0,4	1,2	0,4	0,5	0,2
	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	1.460	55,9	19,8	19,4	10,5	8,9	38,8	35,1	96,3	3,7	
2024	1.532	56,1	19,6	19,5	10,6	8,9	38,4	34,7	96,3	3,7	
2025	1.598	56,2	19,4	19,8	10,7	9,1	38,3	34,7	96,4	3,6	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB
Nivel 2015=100

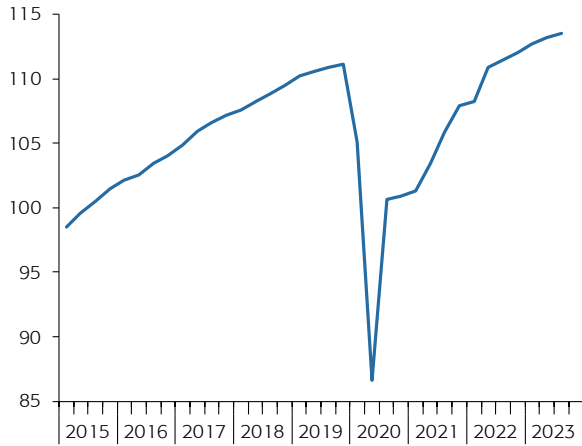


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

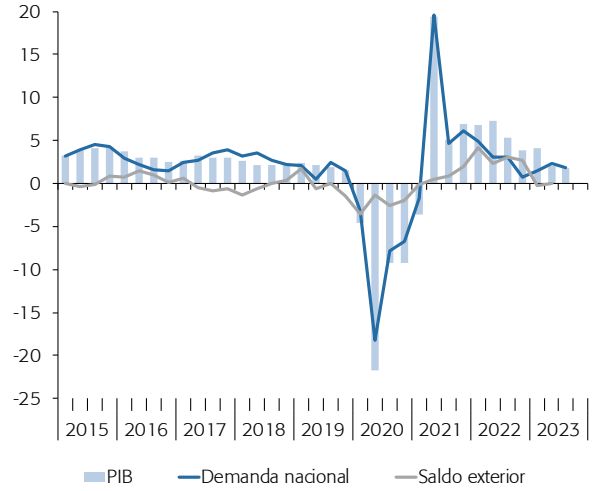


Gráfico 1.3.- Consumo final
Nivel 2015=100

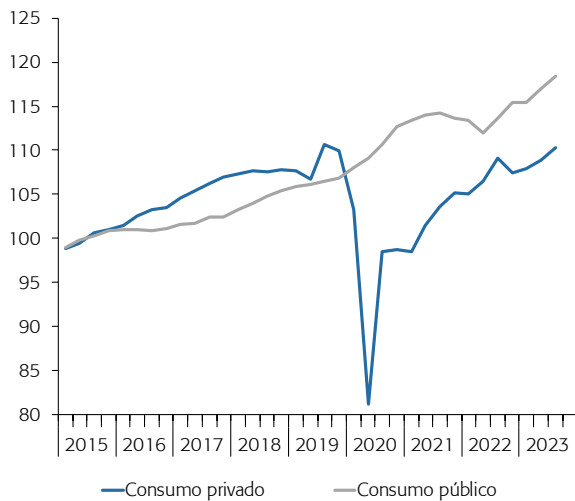
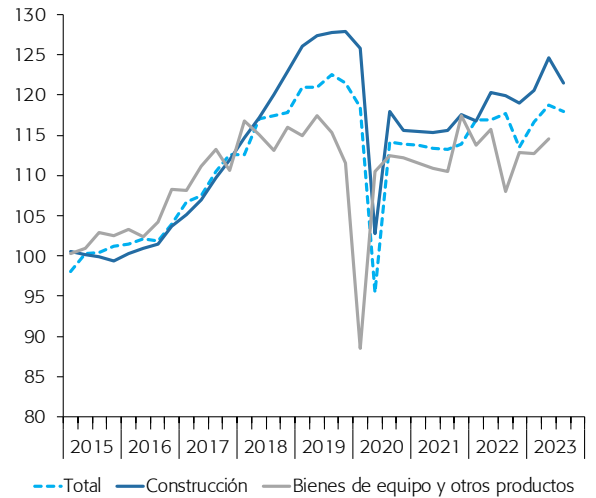


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Nivel 2015=100



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)	3,0	-3,2	1,9	3,4	2,3	3,5	2,7	3,7	-0,6	
2021 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	5,2	4,0	5,0	2,6	5,8	0,0	
II	2,4	-2,5	1,0	2,2	2,1	2,9	2,8	2,9	-1,3	
III	2,0	1,2	0,4	2,8	0,9	2,6	2,7	2,5	-0,4	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales										
2021 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	2,2	1,3	2,1	0,5	0,2	-1,8	0,9	1,5	
II	0,4	-3,1	-1,2	-1,1	0,8	0,9	1,7	0,7	0,5	
III	0,4	-4,3	-0,7	0,6	-0,7	0,9	0,8	1,0	-0,9	
	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

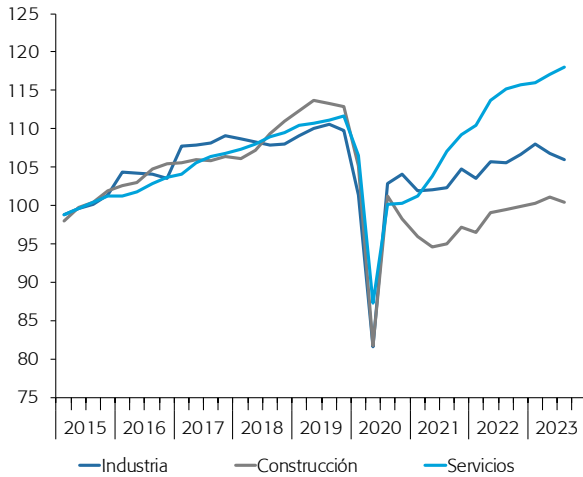


Gráfico 2.2.- VAB, industria
Nivel, 2015=100

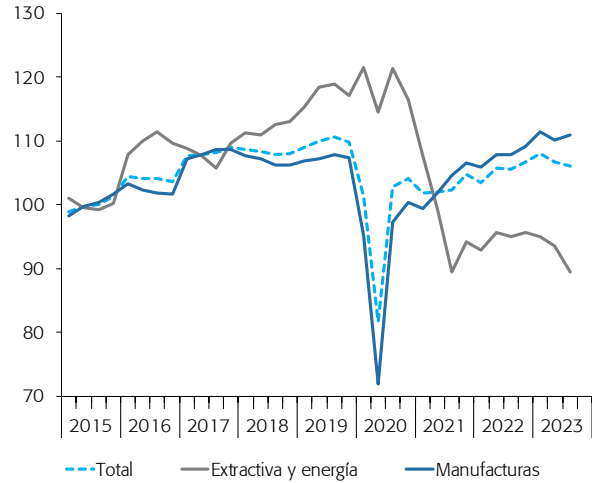


Gráfico 2.3.- VAB, servicios
Nivel, 2015=100

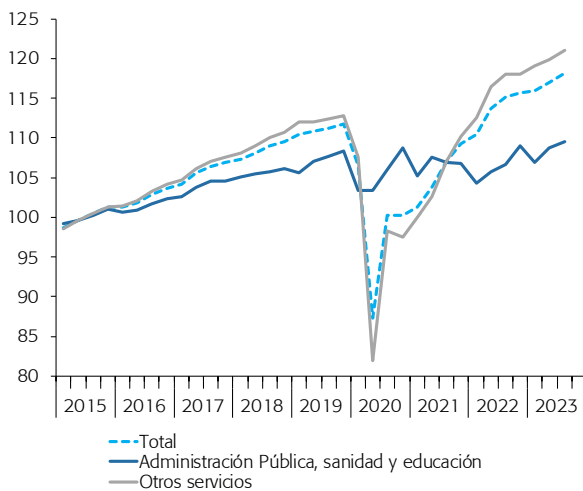
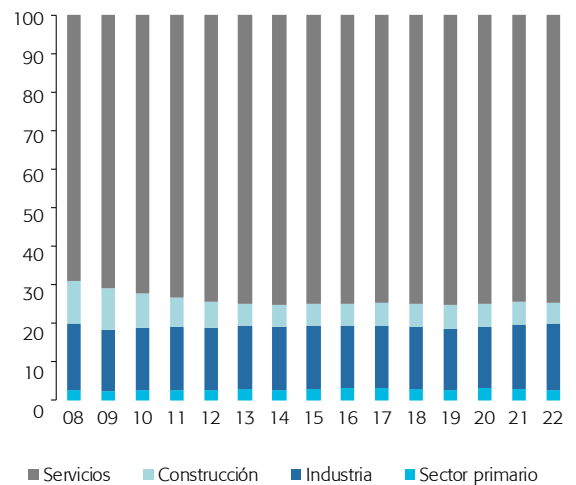


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

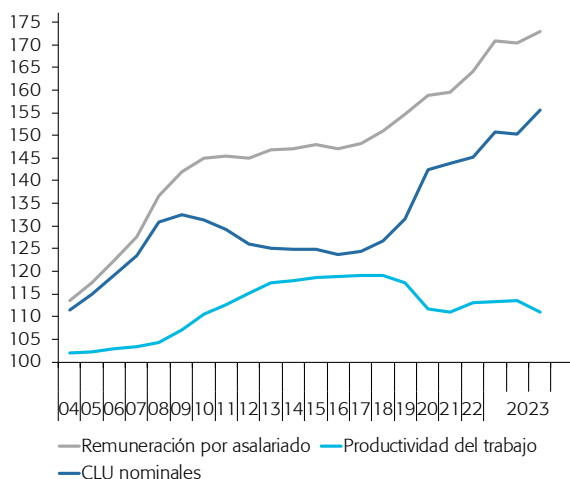
	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo 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	113,3	119,6	94,7	116,7	123,2	103,1	--	--	--	--	--	--
2024	115,0	121,2	94,9	120,2	126,7	102,5	--	--	--	--	--	--
2025	117,3	122,7	95,5	123,4	129,2	102,2	--	--	--	--	--	--
2022 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	117,8	95,6	115,5	120,7	101,7	111,4	113,2	98,4	111,7	113,5	90,9
II	113,2	118,3	95,6	115,3	120,5	101,5	110,2	112,3	98,1	113,1	115,3	94,2
III	113,5	121,2	93,6	117,6	125,5	105,3	110,9	111,9	99,1	118,3	119,4	95,4
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	2,4	3,1	-0,7	5,2	5,9	0,0	--	--	--	--	--	--
2024	1,5	1,3	0,2	3,0	2,8	-0,5	--	--	--	--	--	--
2025	2,0	1,3	0,7	2,7	2,0	-0,3	--	--	--	--	--	--
2022 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	4,1	2,5	1,6	6,0	4,4	-1,8	5,2	3,8	1,3	5,3	3,9	-5,7
II	2,0	3,1	-1,0	5,3	6,4	-0,1	2,2	-0,1	2,3	5,3	2,9	-3,2
III	1,8	3,5	-1,6	4,8	6,5	0,4	2,8	0,1	2,7	4,3	1,6	-3,8

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

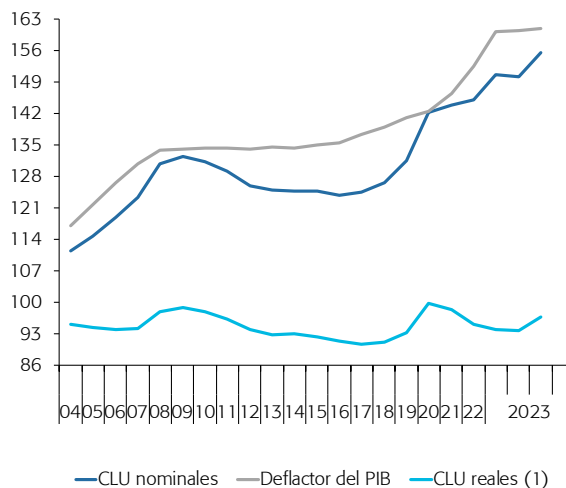
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

**Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía**

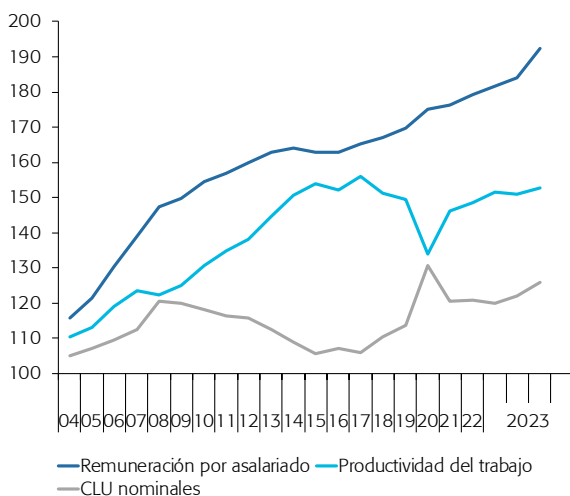
Índices, 2000=100



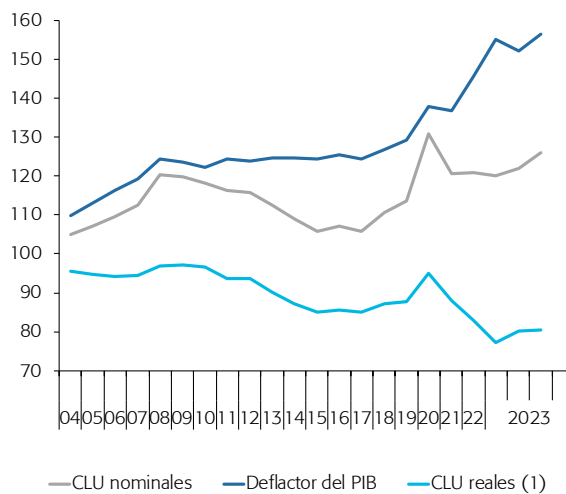
(1) CLU nominales deflactados por el deflactor industrial.

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

**Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas**

Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: renta nacional y su distribución

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
2016	1.114,4	503,7	496,4	1.105,4	861,1	244,3	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	1.109,8	873,9	236,0	229,1	50,1	40,8	21,1	20,5	0,6	1,1
2021	1.222,3	599,4	496,5	1.219,8	946,6	273,2	263,9	49,0	40,6	22,4	21,6	0,8	1,6
2022	1.346,4	643,0	571,4	1.338,3	1.040,8	297,5	289,2	47,8	42,4	22,1	21,5	0,6	1,5
2023	1.460,3	698,8	624,2	1.443,4	1.106,6	336,8	300,1	47,9	42,7	23,1	20,5	2,5	3,4
2024	1.531,6	730,2	644,8	1.511,7	1.159,7	351,9	315,6	47,7	42,1	23,0	20,6	2,4	3,2
2025	1.597,9	760,8	670,8	1.578,7	1.207,6	371,1	332,4	47,6	42,0	23,2	20,8	2,4	3,0
2021 IV	1.222,3	599,4	496,5	1.219,8	946,6	273,2	263,9	49,0	40,6	22,4	21,6	0,8	1,6
2022 I	1.254,5	610,1	511,2	1.253,4	970,7	282,7	271,2	48,6	40,7	22,5	21,6	0,9	1,3
II	1.289,9	622,4	529,5	1.285,6	995,2	290,4	279,0	48,3	41,1	22,5	21,6	0,9	1,4
III	1.318,9	632,3	547,4	1.314,6	1.022,3	292,3	285,0	47,9	41,5	22,2	21,6	0,6	1,3
IV	1.346,4	643,0	571,4	1.338,3	1.040,8	297,5	289,2	47,8	42,4	22,1	21,5	0,6	1,5
2023 I	1.381,3	657,0	591,8	1.371,8	1.059,1	312,7	291,3	47,6	42,8	22,6	21,1	1,6	2,6
II	1.410,2	670,6	605,5	1.396,1	1.076,2	319,9	293,9	47,6	42,9	22,7	20,8	1,8	3,0
III	1.437,5	685,0	614,6	1.416,6	1.090,4	326,1	294,2	47,7	42,8	22,7	20,5	2,2	3,4
	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	-10,1	-8,0	-17,4	-11,7	3,5	-2,4	-1,8	-0,4	-1,5	-1,4
2021	9,2	6,9	8,8	9,9	8,3	15,8	15,2	-1,1	-0,2	1,3	1,1	0,1	0,6
2022	10,2	7,3	15,1	9,7	10,0	8,9	9,6	-1,3	1,8	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
2023	8,5	8,7	9,2	7,9	6,3	13,2	3,8	0,1	0,3	1,0	-0,9	1,9	1,9
2024	4,9	4,5	3,3	4,7	4,8	4,5	5,2	-0,2	-0,6	-0,1	0,1	-0,1	-0,2
2025	4,3	4,2	4,0	4,4	4,1	5,4	5,3	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	-0,2
2021 IV	9,2	6,9	8,8	9,9	8,3	15,8	15,2	-1,1	-0,2	1,3	1,1	0,1	0,6
2022 I	12,6	8,9	12,8	13,4	11,4	20,7	17,8	-1,7	0,1	1,5	1,0	0,6	0,2
II	10,5	7,7	11,6	10,8	9,4	16,1	14,7	-1,3	0,4	1,1	0,8	0,3	0,1
III	10,9	7,4	14,2	11,0	10,5	12,7	13,7	-1,6	1,2	0,4	0,5	-0,2	-0,5
IV	10,2	7,3	15,1	9,7	10,0	8,9	9,6	-1,3	1,8	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
2023 I	10,1	7,7	15,8	9,4	9,1	10,6	7,4	-1,1	2,1	0,1	-0,5	0,6	1,3
II	9,3	7,7	14,4	8,6	8,1	10,2	5,3	-0,7	1,9	0,2	-0,8	1,0	1,6
III	9,0	8,3	12,3	7,8	6,7	11,6	3,2	-0,3	1,3	0,5	-1,1	1,7	2,2

(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

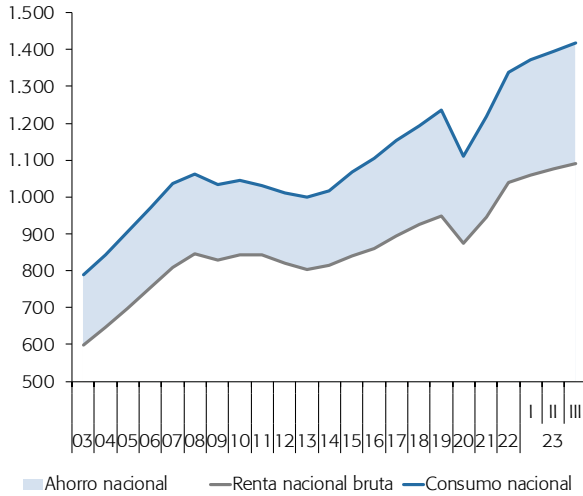


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

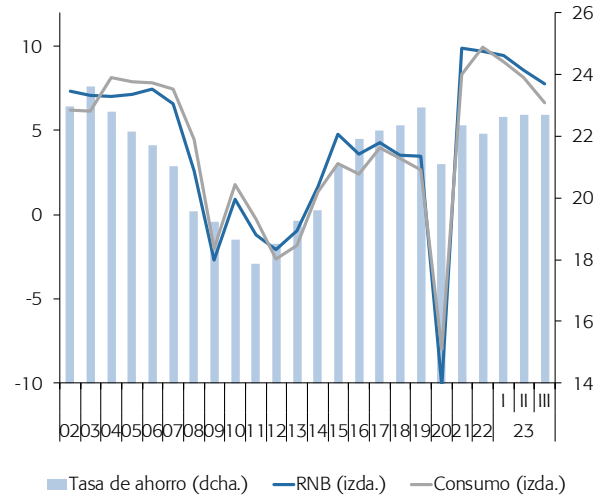


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta
Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

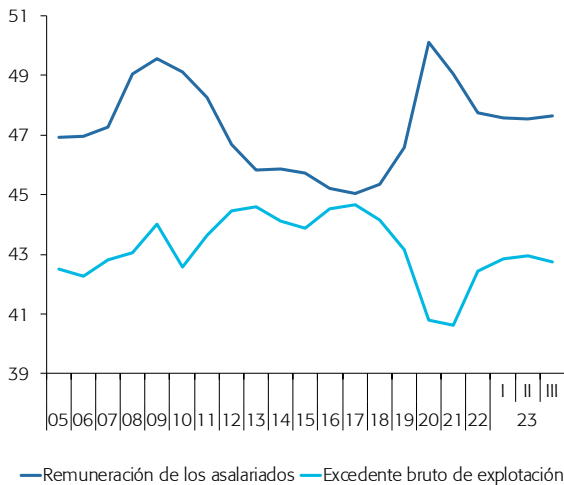
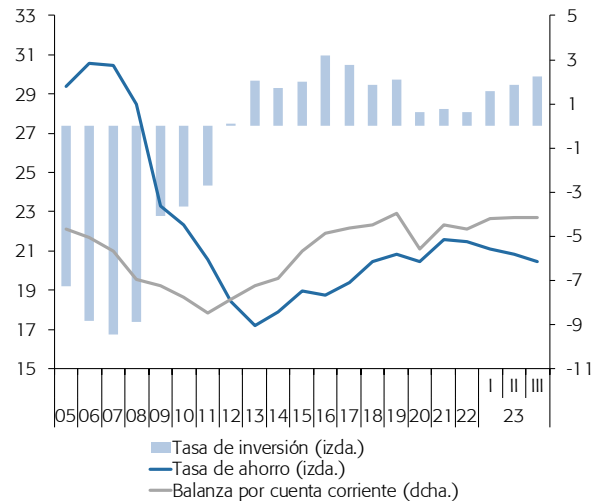


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente
Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

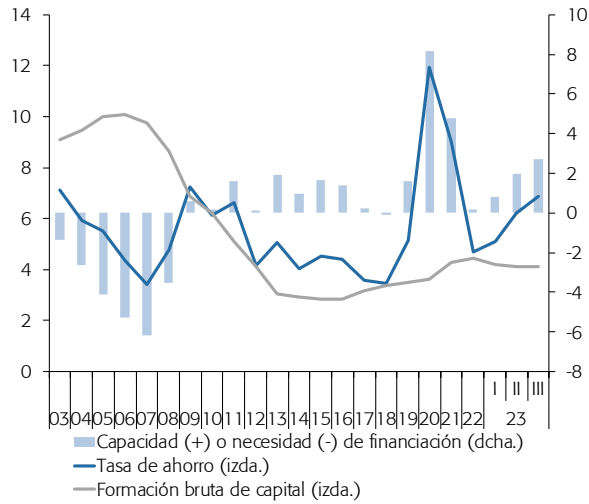
Previsiones en azul

	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	743,8	699,5	41,5	40,7	5,6	3,4	-0,1	270,8	199,5	176,7	16,6	14,7	2,1
2019	781,4	714,5	64,1	43,4	8,2	3,5	1,6	275,2	202,4	186,2	16,2	15,0	1,5
2020	764,8	627,5	133,4	40,8	17,4	3,6	8,2	215,3	150,6	151,0	13,5	13,5	0,5
2021	799,3	687,1	110,0	52,5	13,8	4,3	4,8	236,7	171,4	173,1	14,0	14,2	0,5
2022	832,2	766,6	63,4	59,7	7,6	4,4	0,2	291,9	216,4	182,3	16,1	13,5	3,1
2023	919,0	816,7	100,2	58,8	10,9	4,0	2,8	311,9	216,1	187,8	14,8	12,9	2,1
2024	943,9	859,9	81,8	58,8	8,7	3,8	1,5	321,0	228,4	200,9	14,9	13,1	2,0
2025	977,6	898,1	77,3	61,8	7,9	3,9	1,0	335,4	237,2	215,0	14,8	13,5	1,6
2021 IV	799,3	687,1	110,0	52,5	13,8	4,3	4,8	236,7	171,4	173,1	14,0	14,2	0,5
2022 I	807,3	713,6	91,3	57,3	11,3	4,6	2,8	247,1	180,8	173,0	14,4	13,8	1,2
II	815,9	735,1	78,7	63,8	9,6	5,0	1,3	259,3	187,9	171,9	14,6	13,3	1,9
III	820,7	755,7	62,7	63,8	7,6	4,8	-0,1	274,8	199,8	178,6	15,1	13,5	2,2
IV	832,2	766,6	63,4	59,7	7,6	4,4	0,2	291,9	216,4	182,3	16,1	13,5	3,1
2023 I	853,2	780,4	70,5	58,0	8,3	4,2	0,8	303,0	224,2	185,5	16,2	13,4	3,4
II	880,6	790,9	87,5	58,4	9,9	4,1	2,0	307,5	221,8	187,4	15,7	13,3	3,0
III	900,8	799,5	98,8	59,1	11,0	4,1	2,7	305,4	216,2	184,8	15,1	12,9	2,8
	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	2,9	3,2	-0,8	10,6	-0,2	0,2	-0,3	1,4	-0,4	10,2	-0,7	0,9	-1,5
2019	5,1	2,2	54,6	6,8	2,6	0,1	1,7	1,6	1,4	5,4	-0,3	0,3	-0,6
2020	-2,1	-12,2	108,3	-6,1	9,2	0,2	6,6	-21,8	-25,6	-18,9	-2,8	-1,5	-1,1
2021	4,5	9,5	-17,6	28,9	-3,7	0,7	-3,4	9,9	13,8	14,6	0,6	0,7	0,0
2022	4,1	11,6	-42,4	13,7	-6,1	0,1	-4,6	23,3	26,2	5,3	2,0	-0,6	2,6
2023	10,4	6,5	58,0	-1,5	3,3	-0,4	2,6	6,9	-0,1	3,0	-1,3	-0,7	-1,0
2024	2,7	5,3	-18,3	0,0	-2,2	-0,2	-1,3	2,9	5,7	7,0	0,1	0,3	-0,1
2025	3,6	4,4	-5,6	5,0	-0,8	0,0	-0,5	4,5	3,8	7,0	-0,1	0,3	-0,4
2021 IV	4,5	9,5	-17,6	28,9	-3,7	0,7	-3,4	9,9	13,8	14,6	0,6	0,7	0,0
2022 I	5,3	15,5	-37,0	33,3	-7,6	0,7	-6,2	16,8	21,1	13,2	1,0	0,0	1,0
II	4,4	12,3	-36,2	42,4	-6,1	1,1	-5,3	15,6	19,3	5,9	1,1	-0,6	1,8
III	4,2	13,6	-47,6	38,1	-7,5	0,9	-6,2	21,6	22,5	8,2	1,4	-0,4	1,8
IV	4,1	11,6	-42,4	13,7	-6,1	0,1	-4,6	23,3	26,2	5,3	2,0	-0,6	2,6
2023 I	5,7	9,4	-22,8	1,2	-3,0	-0,4	-2,0	22,6	24,0	7,2	1,8	-0,4	2,1
II	7,9	7,6	11,2	-8,5	0,3	-0,8	0,7	18,6	18,0	9,0	1,1	-0,1	1,2
III	9,8	5,8	57,7	-7,3	3,3	-0,7	2,8	11,2	8,2	3,4	-0,1	-0,7	0,6

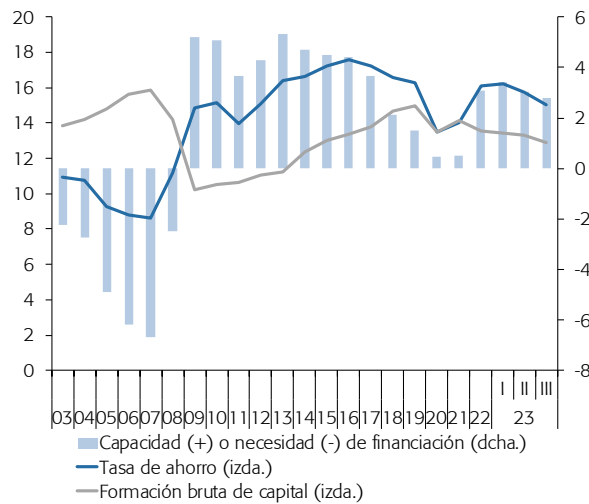
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas

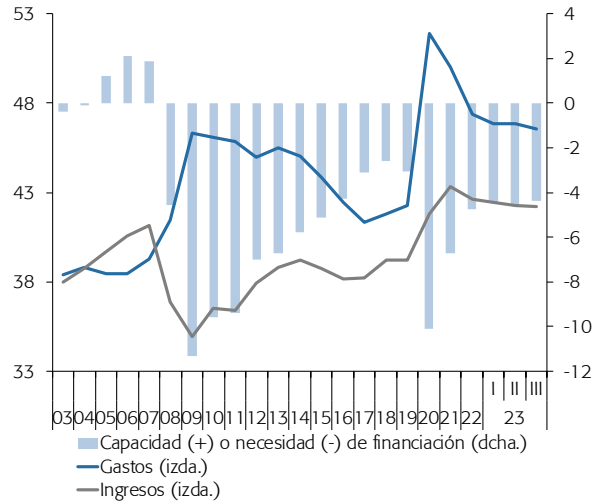
Previsiones en azul

	Ingresos no financieros					Gastos no financieros							Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación
	Impuestos a la producción y a las importaciones	Impuestos sobre la renta y la riqueza	Contribuciones sociales	Capital y otros ingresos	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales y transferencias en especie	Formación bruta de capital y otros gastos de capital	Otros gastos	Total	
	1	2	3	4	5=1+2+3+4	6	7	8	9	10	11	12=6+7+8+9+10+11	
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
2016	128,9	110,0	135,6	50,9	425,3	121,5	59,2	30,7	203,0	30,3	28,4	473,2	-47,9
2017	135,1	116,9	142,4	49,6	444,0	123,5	60,5	29,3	207,4	31,5	28,1	480,3	-36,2
2018	141,2	127,3	149,5	54,2	472,1	127,7	62,6	29,3	216,6	37,4	29,8	503,4	-31,2
2019	143,0	129,1	160,7	55,7	488,5	134,8	65,2	28,4	229,6	37,2	31,6	526,7	-38,1
2020	126,7	125,3	162,2	53,3	467,6	140,6	67,0	25,1	262,2	44,3	41,5	580,8	-113,2
2021	146,9	143,5	171,7	67,1	529,2	148,1	72,2	26,2	263,4	60,1	41,4	611,5	-82,3
2022	160,7	164,8	180,2	68,4	574,1	154,9	79,7	31,8	267,0	53,3	51,1	637,8	-63,7
2023	163,8	189,4	196,1	66,8	616,1	164,2	85,7	35,6	289,1	52,3	47,0	674,0	-57,8
2024	173,5	190,1	206,2	70,2	640,0	169,8	88,9	39,5	303,1	54,0	38,1	693,3	-53,3
2025	182,7	197,1	216,2	71,8	667,8	174,0	93,5	41,8	316,3	56,8	38,5	720,9	-53,0
2021 IV	146,9	143,5	171,7	67,1	529,2	148,1	72,2	26,2	263,4	60,1	41,4	611,5	-82,3
2022 I	153,6	147,3	173,3	67,6	541,7	149,4	74,0	26,5	262,9	56,1	40,5	609,4	-67,6
II	158,6	151,9	175,7	69,4	555,7	150,5	75,4	28,2	263,4	58,0	42,3	617,7	-62,0
III	162,1	160,5	177,6	68,9	569,1	151,9	77,6	29,6	265,3	53,9	45,4	623,7	-54,7
IV	160,7	164,8	180,2	68,4	574,1	154,9	79,7	31,8	267,0	53,3	51,1	637,8	-63,7
2023 I	162,6	168,1	184,1	71,5	586,3	156,8	81,4	31,8	271,6	54,6	51,0	647,2	-60,9
II	162,3	172,4	188,4	73,4	596,4	159,5	83,4	32,8	279,2	55,5	50,3	660,7	-64,2
III	163,1	177,3	192,5	73,7	606,6	161,9	84,4	33,8	284,6	57,1	47,4	669,2	-62,6
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	5,5	43,3	12,1	5,9	2,1	21,6	4,9	3,4	50,0	-6,7
2022	11,9	12,2	13,4	5,1	42,6	11,5	5,9	2,4	19,8	4,0	3,8	47,4	-4,7
2023	11,2	13,0	13,4	4,6	42,2	11,2	5,9	2,4	19,8	3,6	3,2	46,2	-4,0
2024	11,3	12,4	13,5	4,6	41,8	11,1	5,8	2,6	19,8	3,5	2,5	45,3	-3,5
2025	11,4	12,3	13,5	4,5	41,8	10,9	5,9	2,6	19,8	3,6	2,4	45,1	-3,3
2021 IV	12,0	11,7	14,0	5,5	43,3	12,1	5,9	2,1	21,6	4,9	3,4	50,0	-6,7
2022 I	12,2	11,7	13,8	5,4	43,2	11,9	5,9	2,1	21,0	4,5	3,2	48,6	-5,4
II	12,3	11,8	13,6	5,4	43,1	11,7	5,8	2,2	20,4	4,5	3,3	47,9	-4,8
III	12,3	12,2	13,5	5,2	43,1	11,5	5,9	2,2	20,1	4,1	3,4	47,3	-4,1
IV	11,9	12,2	13,4	5,1	42,6	11,5	5,9	2,4	19,8	4,0	3,8	47,4	-4,7
2023 I	11,8	12,2	13,3	5,2	42,4	11,4	5,9	2,3	19,7	4,0	3,7	46,9	-4,4
II	11,5	12,2	13,4	5,2	42,3	11,3	5,9	2,3	19,8	3,9	3,6	46,8	-4,6
III	11,3	12,3	13,4	5,1	42,2	11,3	5,9	2,3	19,8	4,0	3,3	46,6	-4,4

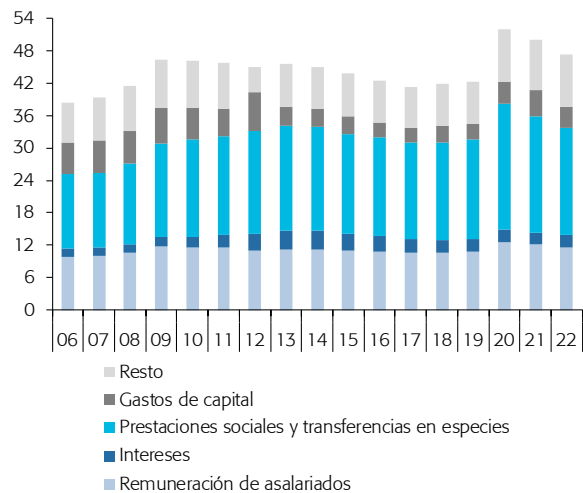
Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**Gráfico 6.2.- Sector público: principales gastos**

Porcentaje del PIB



Cuadro 7

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

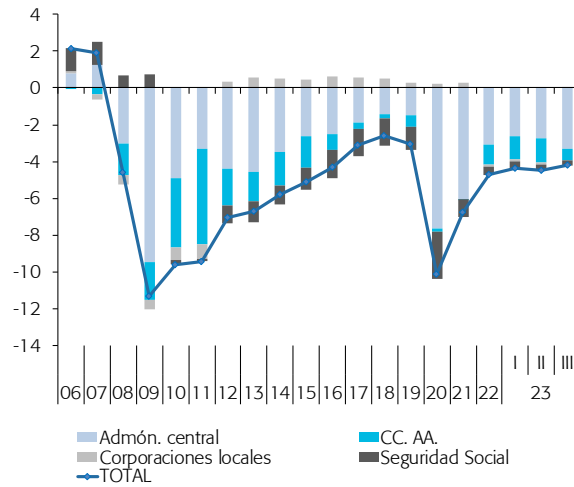
Previsiones en azul

	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	-0,2	3,4	-11,7	-82,3	1.280,1	312,6	22,8	97,2	1.428,1
2022	-41,2	-15,1	-1,5	-5,9	-63,7	1.358,9	317,1	23,1	106,2	1.502,8
2023	--	--	--	--	-57,8	--	--	--	--	1.583,6
2024	--	--	--	--	-53,3	--	--	--	--	1.644,9
2025	--	--	--	--	-53,0	--	--	--	--	1.701,0
2021 IV	-73,7	-0,2	3,4	-11,7	-82,3	1.280,1	312,6	22,8	97,2	1.428,1
2022 I	-63,0	3,4	2,9	-11,0	-67,6	1.306,8	309,8	23,2	99,2	1.454,7
II	-60,0	-0,5	2,5	-3,9	-62,0	1.326,1	316,7	23,6	99,2	1.476,2
III	-32,7	-15,2	-1,6	-5,3	-54,7	1.359,4	314,9	22,8	99,2	1.504,7
IV	-41,2	-15,1	-1,5	-5,9	-63,7	1.358,9	317,1	23,1	106,2	1.502,8
2023 I	-36,2	-17,7	-0,9	-5,5	-60,3	1.387,7	322,4	23,1	106,2	1.535,4
II	-38,8	-18,2	-2,1	-4,2	-63,3	1.420,2	327,3	23,8	106,2	1.568,7
III	-47,4	-8,9	0,2	-4,5	-60,6	1.434,7	319,9	23,3	106,2	1.577,3
	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	0,0	0,3	-1,0	-6,7	104,7	25,6	1,9	8,0	116,8
2022	-3,1	-1,1	-0,1	-0,4	-4,7	100,9	23,6	1,7	7,9	111,6
2023	--	--	--	--	-4,0	--	--	--	--	108,4
2024	--	--	--	--	-3,5	--	--	--	--	107,4
2025	--	--	--	--	-3,3	--	--	--	--	106,4
2021 IV	-6,0	0,0	0,3	-1,0	-6,7	104,7	25,6	1,9	8,0	116,8
2022 I	-5,0	0,3	0,2	-0,9	-5,4	104,2	24,7	1,8	7,9	116,0
II	-4,7	0,0	0,2	-0,3	-4,8	102,8	24,6	1,8	7,7	114,4
III	-2,5	-1,1	-0,1	-0,4	-4,1	103,1	23,9	1,7	7,5	114,1
IV	-3,1	-1,1	-0,1	-0,4	-4,7	100,9	23,6	1,7	7,9	111,6
2023 I	-2,6	-1,3	-0,1	-0,4	-4,4	100,5	23,3	1,7	7,7	111,2
II	-2,8	-1,3	-0,1	-0,3	-4,5	100,7	23,2	1,7	7,5	111,2
III	-3,3	-0,6	0,0	-0,3	-4,2	99,8	22,3	1,6	7,4	109,7

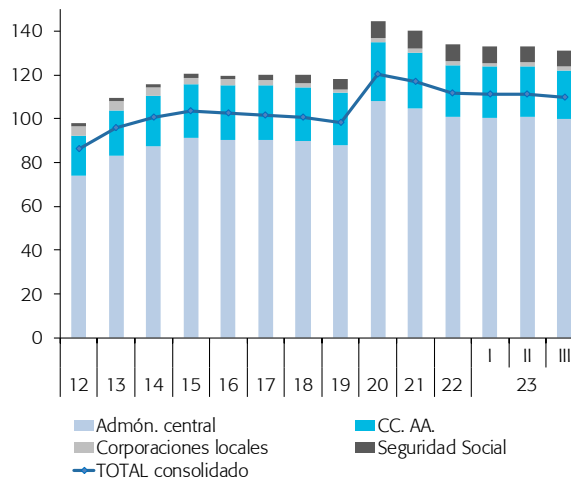
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

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

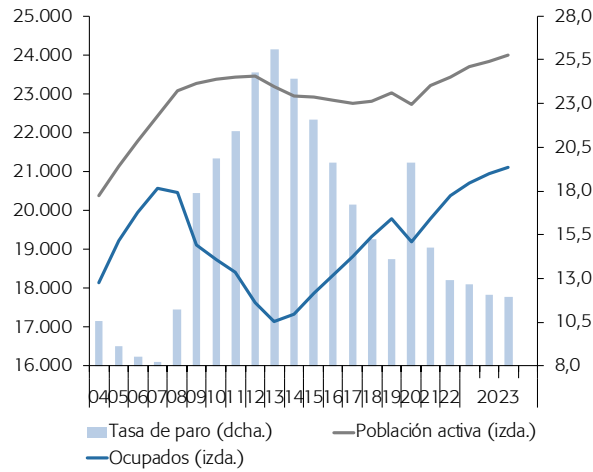
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
														CVE
1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	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	40,5	23,9	--	21,0	--	2,9	--	59,0	51,9	12,1	--	--	--	
2024	41,0	24,1	--	21,3	--	2,8	--	58,9	52,1	11,5	--	--	--	
2025	41,2	24,2	--	21,7	--	2,6	--	58,9	52,6	10,6	--	--	--	
2021	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	58,9	51,1	13,2	29,5	12,5	21,3
	II	39,8	23,4	23,4	20,5	20,4	2,9	3,0	58,7	51,2	12,8	29,3	11,5	18,9
	III	40,0	23,5	23,4	20,5	20,4	3,0	3,0	58,5	51,1	12,8	30,9	11,8	18,4
	IV	40,1	23,5	23,5	20,5	20,5	3,0	3,0	58,5	51,0	12,9	29,2	11,9	18,6
2023	I	40,3	23,6	23,7	20,5	20,7	3,1	3,0	58,8	51,4	12,7	29,0	12,1	19,9
	II	40,4	23,8	23,8	21,1	21,0	2,8	2,9	59,0	51,9	12,1	29,0	10,6	17,2
	III	40,6	24,1	24,0	21,3	21,1	2,9	2,9	59,1	52,0	12,0	27,8	11,0	16,5
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	-0,3	--	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	--	38,1	--	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	1,4	2,0	--	3,0	--	-4,3	--	0,4	0,8	-0,8	--	--	--	
2024	1,2	0,9	--	1,6	--	-4,2	--	-0,2	0,2	-0,6	--	--	--	
2025	0,5	0,5	--	1,5	--	-7,2	--	0,0	0,5	-0,9	--	--	--	
2021	IV	0,2	1,0	1,0	4,3	4,4	-16,6	-16,4	0,5	2,1	-2,8	-9,8	-2,3	-5,7
2022	I	0,3	1,7	1,7	4,6	4,5	-13,1	-14,0	0,8	2,1	-2,4	-8,8	-2,0	-4,9
	II	0,5	0,7	0,8	4,0	4,0	-17,6	-16,3	0,2	1,7	-2,6	-9,5	-2,5	-4,8
	III	0,8	0,3	0,4	2,6	2,6	-12,8	-12,6	-0,3	0,9	-1,9	-0,8	-1,7	-3,3
	IV	1,1	0,9	0,8	1,4	1,5	-2,6	-3,2	-0,1	0,2	-0,5	-1,6	-0,2	-2,2
2023	I	1,3	1,4	1,3	1,8	1,8	-1,5	-2,7	0,0	0,3	-0,5	-0,4	-0,3	-1,4
	II	1,4	1,8	1,9	2,9	2,8	-5,4	-4,3	0,3	0,7	-0,8	-0,3	-0,8	-1,7
	III	1,6	2,5	2,6	3,5	3,5	-4,2	-3,7	0,6	1,0	-0,8	-3,1	-0,7	-1,9

(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.

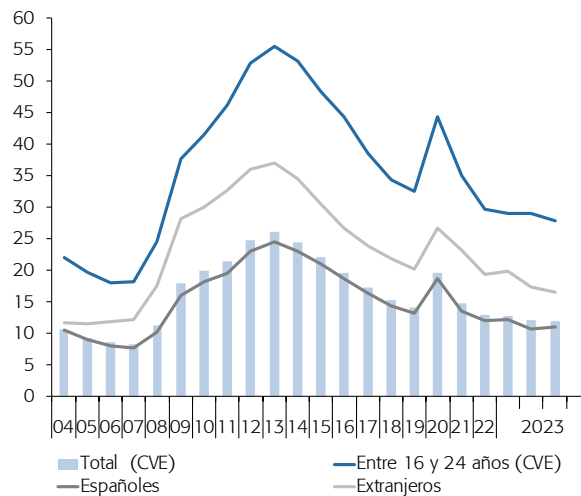
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

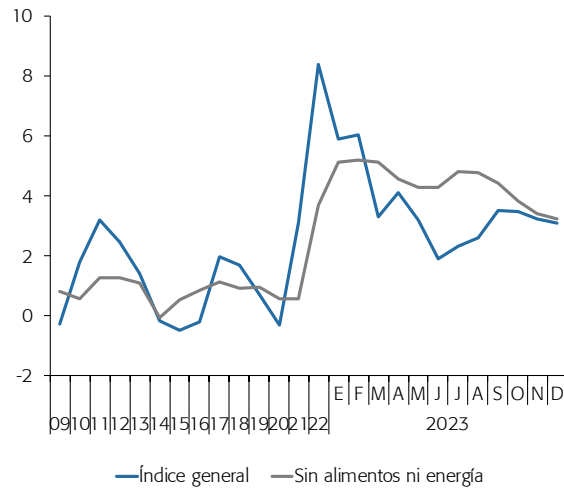
Previsiones en azul

	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	112,2	108,3	111,5	108,6	107,8	124,0	121,2	107,1	123,0	
2024	115,8	110,9	114,8	109,0	111,5	129,9	129,8	109,0	129,7	
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	3,5	4,4	6,0	4,2	4,3	12,1	9,3	-16,3	11,1	
2024	3,2	2,5	2,9	0,4	3,4	4,7	7,1	1,8	5,4	
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	3,5	4,4	5,8	3,6	4,5	10,8	8,8	-14,0	10,1
	Oct	3,5	3,8	5,2	2,7	4,3	10,2	7,3	-10,4	9,1
	Nov	3,2	3,4	4,5	2,2	4,0	8,6	9,0	-10,0	8,6
	Dic	3,1	3,2	3,8	1,7	3,9	6,1	7,9	-6,4	6,6
2024	Ene	3,3	2,8	3,4	1,1	3,7	5,5	9,3	-2,1	6,6
	Feb	2,7	2,8	3,1	0,7	3,8	4,0	7,5	-4,1	5,0
	Mar	2,7	2,7	2,8	0,6	3,6	3,5	5,2	-0,5	4,0
	Abr	2,9	2,5	2,6	0,3	3,5	3,1	5,7	3,4	3,8
	May	3,3	2,5	2,6	0,4	3,4	3,1	6,2	6,6	4,0
	Jun	3,5	2,4	2,9	0,2	3,4	4,9	8,3	5,0	5,9
	Jul	3,4	2,4	3,1	0,3	3,4	5,6	7,0	3,9	6,0
	Ago	3,1	2,4	3,1	0,1	3,4	6,0	7,1	0,4	6,3
	Sep	2,9	2,4	3,0	0,2	3,4	5,6	7,0	-1,8	6,0
	Oct	3,1	2,4	2,9	0,3	3,3	5,2	7,6	0,5	5,9
	Nov	3,4	2,4	2,9	0,3	3,3	5,1	7,0	4,9	5,7
	Dic	3,5	2,2	2,8	0,3	3,1	5,1	7,3	6,7	5,8

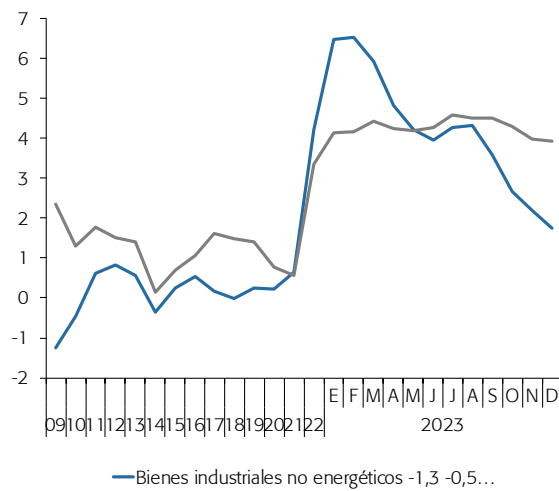
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2015=100	2015=100		2007=100			2000=100				
2015	100,0	100,0	100,0	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016	100,3	96,9	99,6	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,4	156,2	--
2017	101,6	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,2	--
2018	102,9	104,1	103,0	79,3	77,4	57,3	145,4	143,8	150,6	158,5	--
2019	104,4	103,6	103,2	83,3	79,8	57,7	148,7	146,4	155,7	162,7	--
2020	105,6	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)	118,9	150,6	130,0	98,1	87,4	55,4	166,3	162,4	178,2	181,2	--
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	118,7	154,0	130,4	96,0	87,0	53,2	163,7	159,3	177,4	172,8	--
II	118,8	148,6	130,2	98,0	87,2	55,5	171,7	169,5	178,6	182,6	--
III	119,2	150,5	129,6	100,5	88,1	57,6	163,5	158,6	178,6	188,2	--
IV (b)	--	148,9	129,7	--	--	--	--	--	--	--	--
2023 Sep	--	152,7	129,8	--	--	--	--	--	--	--	--
Oct	--	150,5	129,7	--	--	--	--	--	--	--	--
Nov	--	147,4	129,6	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	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)	6,3	-4,6	3,9	3,9	3,4	-2,6	5,7	5,1	7,3	5,3	3,5
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	6,3	4,7	9,0	3,5	3,1	-8,8	6,2	6,0	6,7	4,5	3,1
II	6,5	-6,4	3,0	3,6	3,0	-5,1	5,8	5,1	8,0	5,7	3,3
III	6,1	-9,0	1,8	4,5	4,2	6,8	5,0	4,2	7,2	5,5	3,4
IV (e)	--	-6,7	1,1	--	--	--	--	--	--	--	3,5
2023 Oct	--	-7,7	1,3	--	--	--	--	--	--	--	3,5
Nov	--	-7,4	0,9	--	--	--	--	--	--	--	3,5
Dic	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3,5

(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)

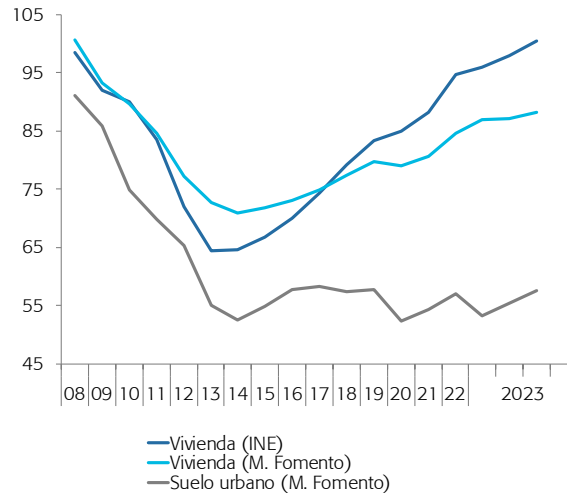
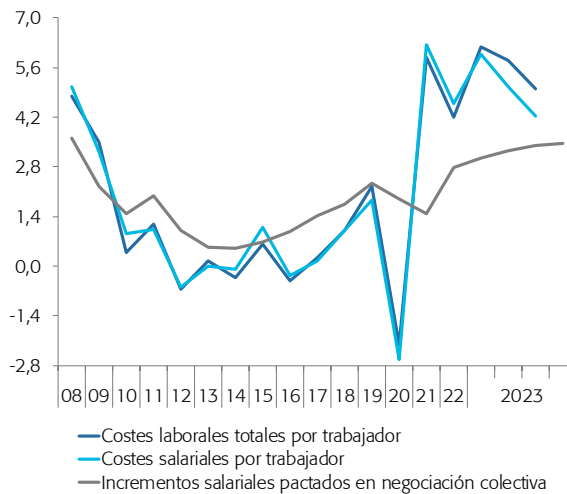


Gráfico 10.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

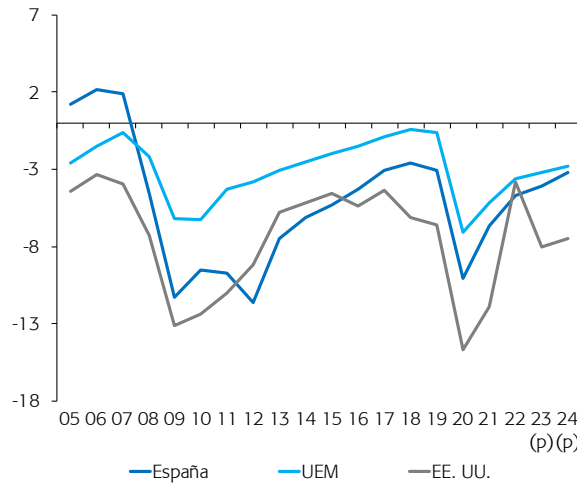
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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	50,9	-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	-376,6	-1.493,3	927,8	9.181,1	16.432,7	0,9	211,0	-424,0
2013	-76,8	-307,8	-977,3	1.025,7	9.511,0	17.352,0	20,8	271,0	-351,2
2014	-63,1	-255,4	-910,4	1.084,8	9.755,4	18.141,4	17,5	315,2	-375,1
2015	-57,2	-210,7	-837,2	1.113,7	9.876,4	18.922,2	21,8	353,1	-423,1
2016	-47,9	-159,4	-1.010,1	1.145,1	10.052,0	19.976,8	35,4	384,9	-401,4
2017	-36,2	-104,2	-861,5	1.183,4	10.158,2	20.492,7	32,2	402,0	-378,0
2018	-31,2	-49,8	-1.251,1	1.208,9	10.259,6	21.974,1	22,6	409,0	-441,2
2019	-38,1	-77,1	-1.423,5	1.223,4	10.350,1	23.201,4	26,2	352,8	-448,4
2020	-113,2	-812,3	-3.129,6	1.345,8	11.417,4	27.747,8	6,9	266,1	-569,7
2021	-82,3	-650,7	-2.812,8	1.428,1	12.042,0	29.617,2	9,3	454,7	-847,8
2022	-63,7	-486,5	-985,3	1.502,8	12.482,5	31.419,7	8,2	129,9	-985,8
2023	-58,8	-458,9	-2.186,2	1.559,6	12.988,5	33.495,7	27,8	361,3	-796,6
2024	-48,1	-425,7	-2.129,5	1.623,4	13.444,9	35.566,7	26,0	394,9	-783,2
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	102,8	2,0	2,7	-2,1
2014	-6,1	-2,5	-5,2	105,1	95,5	103,0	1,7	3,1	-2,1
2015	-5,3	-2,0	-4,6	103,3	93,4	103,4	2,0	3,3	-2,3
2016	-4,3	-1,5	-5,4	102,7	92,5	106,2	3,2	3,5	-2,1
2017	-3,1	-0,9	-4,4	101,8	90,1	104,5	2,8	3,6	-1,9
2018	-2,6	-0,4	-6,1	100,4	88,0	106,4	1,9	3,5	-2,1
2019	-3,1	-0,6	-6,6	98,2	85,9	107,8	2,1	2,9	-2,1
2020	-10,1	-7,1	-14,7	120,3	99,1	130,1	0,6	2,3	-2,7
2021	-6,7	-5,2	-11,9	116,8	96,5	125,5	0,8	3,6	-3,6
2022	-4,7	-3,6	-3,8	111,6	92,5	122,0	0,6	1,0	-3,8
2023	-4,1	-3,2	-8,0	107,5	90,4	122,5	1,9	2,5	-2,9
2024	-3,2	-2,8	-7,5	106,5	89,7	125,0	1,7	2,6	-2,8

Fuente: Comisión Europea. Previsiones, otoño 2023.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA. PP.

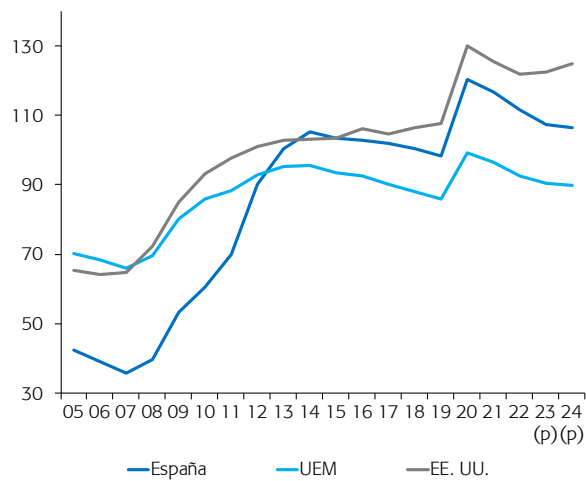
Porcentaje del PIB



(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
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	80,4	85,7	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 (%)
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	19.351■	2,45●		

Fuentes: EPA EPA y EPC 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 (%)
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
2022	7,6	6,6	1,70	36,7	34,6	

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 (%)
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
2022	31,6	1,12	1,35	50,1	11,7	67,0
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-septiembre.

• Dato de número de hogares procedente de la EPA (enero a septiembre) y datos de población procedente del la EPC (a 1 de enero de 2022).

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
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)
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	55.176	4,70
2021	1.628.472	690.481	773.689	1.333.567	266.902	59.773	4,89
2022•	1.617.412	687.511	803.611	1.353.347	276.518		
Fuentes:	MEFP	MEFP	MEFP	MEFP	MEFP	MEFP	MEFP

EPA: Encuesta de Población Activa. MECD: MEFP: Ministerio de Educación y Formación Profesional. 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-septiembre.

• 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 (€)	
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019	807.614	6.038.326	1.138	957.500	975	2.361.620	712
2020	1.828.489	6.094.447	1.162	952.704	985	2.352.680	725
2021	922.856	6.165.349	1.190	949.765	994	2.353.987	740
2022	773.227	6.253.797	1.254	951.067	1.035	2.351.703	778
2023	796.112■	6.367.671	1.375	945.963	1.119	2.351.851	852

Fuentes: INSS INSS INSS INSS INSS INSS INSS

	Prestaciones no contributivas/asistenciales				
	Desempleo	Seguridad Social			Otras
		Jubilación	Invalidez		
Número	Número	Número	Número	Número	
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■	875.123	271.848	176.022	9.603	

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-noviembre.

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)
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
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
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".

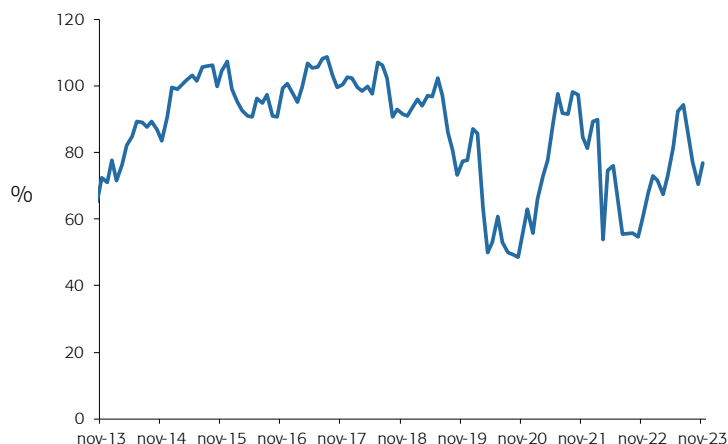
• Datos provisionales.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (noviembre 2013-noviembre 2023)

La confianza del consumidor sigue sin alcanzar un punto de equilibrio estable



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. El funcionamiento de los servicios públicos no convence a más de la mitad de los ciudadanos

Los datos de la Encuesta "Calidad de los Servicios Públicos" del CIS, realizada en noviembre-diciembre de 2023, revelan que menos de la mitad de los españoles (45%) considera "muy" o "bastante" satisfactorio el funcionamiento de estos servicios, una proporción menor que la de quienes lo califican como "poco" o "nada" satisfactorio (53%) (gráfico 2).

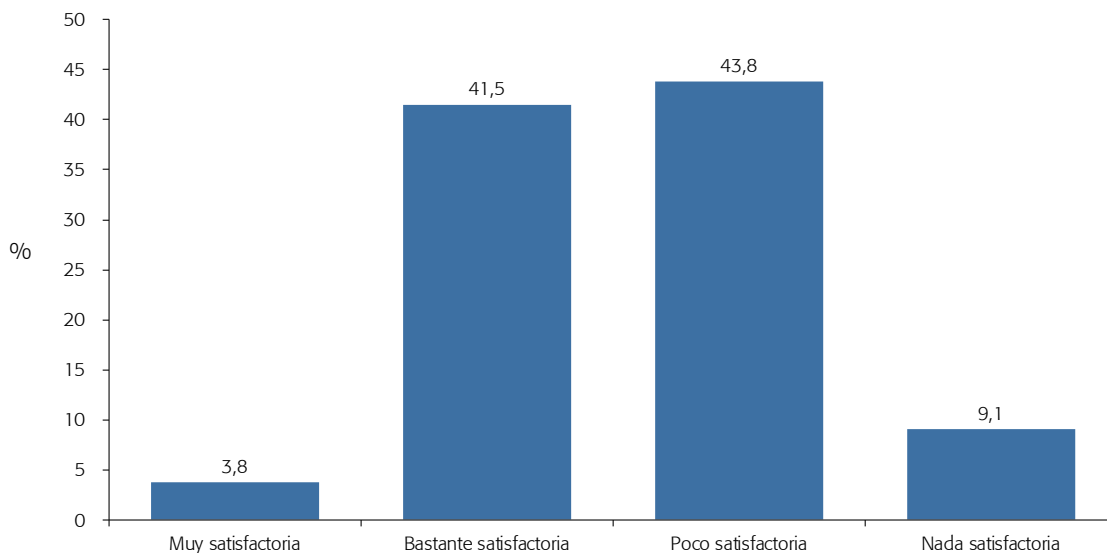
La edad influye ostensiblemente en la opinión sobre los servicios públicos. Los entrevistados entre 25 y 54 años se muestran menos satisfechos, en comparación con los grupos más jóvenes (18-24 años) y mayores (55 o más años) (gráfico 3). Probablemente los integrantes de este grupo de edad central perciben una mayor distancia entre los servicios a los que les gustaría tener acceso en esta etapa de desarrollo y consolidación profesional y familiar, y los servicios que efectivamente se encuentran a su disposición.

Con todo, llama especialmente la atención la importancia de la ideología en la configuración de la opinión sobre los servicios públicos. Las personas que se autoubican en la izquierda del espectro ideológico valoran mejor el funcionamiento de los servicios públicos (gráfico 4).

Cuando se solicita a todos los entrevistados la valoración de servicios específicos, se comprueban diferencias considerables en la opinión sobre estos. Los servicios peor valorados son los correspondientes a la administración de justicia; apenas una quinta parte de los entrevistados considera que funcionan "muy" o "bastante" satisfactoriamente. En cambio, los servicios que obtienen un mayor reconocimiento son los relacionados con la seguridad ciudadana (protección civil, policía y bomberos); a siete de cada diez entrevistados les parece que funcionan de una forma "muy" o "bastante" satisfactoria (gráfico 5).

Gráfico 2

Satisfacción con el funcionamiento de los servicios públicos (España, 2023)



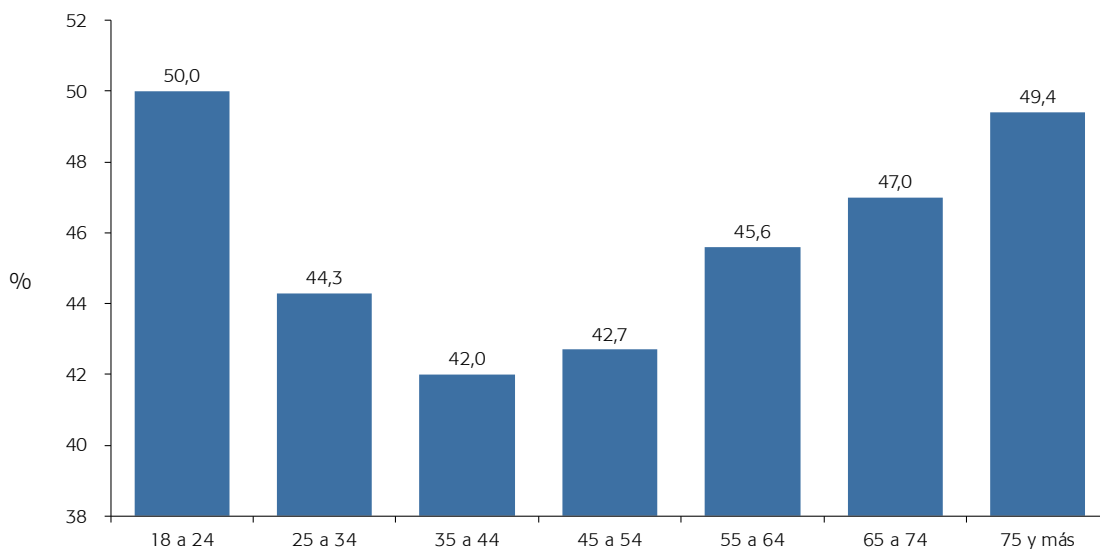
Pregunta: "Pensando en los servicios públicos, por su propia experiencia o por lo que tiene entendido, ¿diría Ud. que, en general, los servicios públicos funcionan de forma muy satisfactoria, bastante, poco o nada satisfactoria?".

Fuente: Encuesta Calidad de los Servicios Públicos XIV, CIS (14 de noviembre - 1 de diciembre de 2023).

106

Gráfico 3

Satisfacción con el funcionamiento de los servicios públicos, por edad (España, 2023)

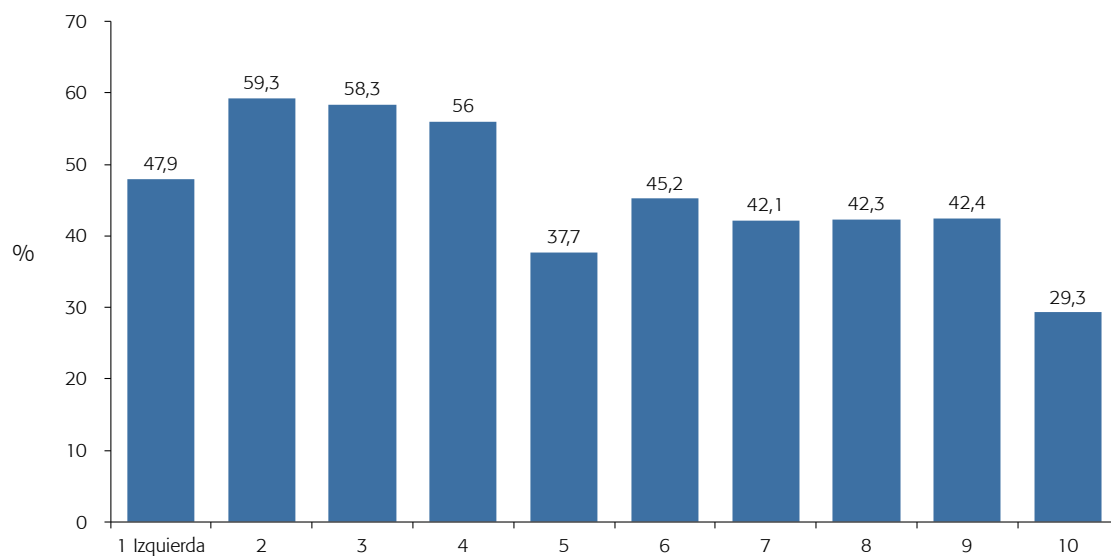


Pregunta: "Pensando en los servicios públicos, por su propia experiencia o por lo que tiene entendido, ¿diría Ud. que, en general, los servicios públicos funcionan de forma muy satisfactoria, bastante, poco o nada satisfactoria?".

Fuente: Encuesta Calidad de los Servicios Públicos XIV, CIS (14 de noviembre - 1 de diciembre de 2023).

Gráfico 4

Satisfacción con el funcionamiento de los servicios públicos, por autoubicación ideológica (España, 2023)

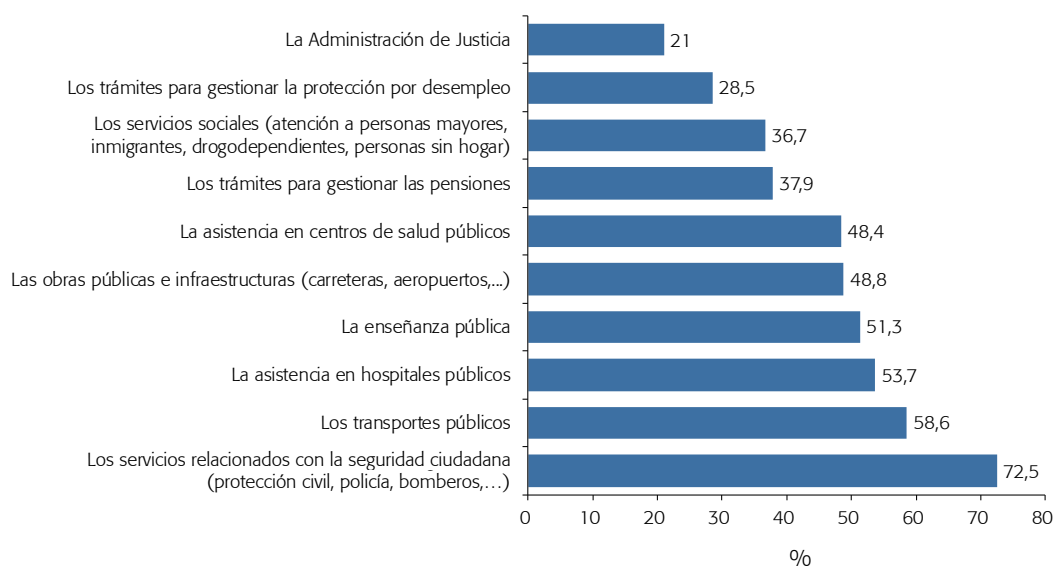


Pregunta: "Pensando en los servicios públicos, por su propia experiencia o por lo que tiene entendido, ¿diría Ud. que, en general, los servicios públicos funcionan de forma muy satisfactoria, bastante, poco o nada satisfactoria?"

Fuente: Encuesta Calidad de los Servicios Públicos XIV, CIS (14 de noviembre - 1 de diciembre de 2023).

Gráfico 5

Satisfacción con el funcionamiento de distintos servicios públicos (España, 2023)



Pregunta: "Independientemente de que los utilice o no, ¿está Ud. muy satisfecho/a, bastante, poco o nada satisfecho/a con el funcionamiento de los siguientes servicios públicos?"

Fuente: Encuesta Calidad de los Servicios Públicos XIV, CIS (14 de noviembre - 1 de diciembre de 2023).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de enero de 2024

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,5	Octubre 2023
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,9	Octubre 2023
Dudosos (% var. mensual medio)	0,5	Octubre 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	457.994	Diciembre 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	27.860	Diciembre 2023
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	297	Diciembre 2023
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	40,72	Septiembre 2023
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	12.951,36	Septiembre 2023
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	117.053,21	Septiembre 2023
Ratio "oficinas/entidades"	93,17	Septiembre 2023

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 diciembre	2024 15 enero	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	3,936	3,928	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,6	-0,505	0,992	3,679	3,594	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	2,8	3,1	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 su última reunión, el BCE decidió volver a mantener los tipos de interés en el 4,5 % continuando una pausa en su política monetaria tras diez aumentos seguidos desde julio de 2022. Aunque el propio banco central llama a la prudencia, la expectativa del mercado es que no haya nuevas subidas. Esto se está dejando notar en los tipos interbancarios. En la primera mitad de enero, el euríbor a 12 meses (principal referencia para hipotecas) ha bajado al 3,594 % desde el 3,679 % de diciembre, mientras que la referencia a 3 meses ha pasado del 3,936 % en diciembre al 3,928 % a mitad de enero. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha aumentado del 2,8 % de diciembre al 3,1 % en la primera mitad de enero.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 octubre	2023 noviembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	35,7	27,9	27,8	18,29	20,78	(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	13,88	13,09	(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	0,13	0,78	(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	0,33	0,20	(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	3,59	3,58	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	4,0	3,6	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	-4,2	10,3	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	2,5	0,5	1,8	30,1	-8,3	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	986,4	861,3	824,2	896,43	993,62 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.541,2	8.771,5	8.851,0	9.017,3	10.076,9 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 octubre	2023 noviembre	Definición y cálculo
16. Nasdaq	NASDAQ	3.924,5	15.644,9	10.466,4	12.745,73	14.972,76 (a)	Índice compuesto NASDAQ
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	15,4	21,1	16,1	28,2	32,9 (a)	Variación para todas las bolsas
18. Deuda privada a corto plazo. Saldo vivo (% var.)	BE	0,79	2,4	8,01	4,5	-10,1	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	1,4	0,8	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	-82,7	490,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	14,8	21,1	35,8	500	-77,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de enero de 2024.

Comentario "Mercados financieros": en la primera mitad de enero, los índices bursátiles españoles han mantenido el buen tono con el que cerraron el año pasado. Esto ha estado principalmente motivado por la expectativa del fin de las subidas de tipos de interés por la moderación de la inflación. El IBEX-35 se sitúa en los 10.076,9 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid en los 993,62 puntos. Por su parte, en el mes de noviembre (último dato disponible) se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 20,78 %) pero un ligero descenso en la ratio de contratación de operaciones simples con obligaciones del Estado (hasta el 13,09 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 490,7 % mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice disminuyeron un 77,7 % con respecto al mes precedente.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2020	2021	2022	2023 (2T)	2023 (3T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-0,9	1,9	1,5	3,0	3,4	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	2,1	4,4	0,9	1,7	2,5	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	275,7	319,9	278,1	264,1	256,1	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 2008-2020	2021	2022	2023 (2T)	2023 (3T)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	63,1	58,4	53,0	49,9	48,0	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	0,9	2,7	2,8	3,1	-0,6	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	-1,0	0,8	0,4	1,1	-2,2	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": en el tercer trimestre de 2023, el ahorro financiero en el conjunto de la economía aumentó hasta el 3,4 % del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 2,5 % del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas ha disminuido hasta el 48 % del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2020	2021	2022	2023 septiembre	2023 octubre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	4,9	0,2	-0,04	-0,01	-0,5	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	0,7	-0,9	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	8,4	-0,7	1,2	0,9	-0,2	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	7,5	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	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	6,8	7,0	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 septiembre	2023 octubre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,4	-0,4	-1,5	-0,3	0,5	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	-2,0	18,9	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	-0,8	0,4	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": en octubre, último dato disponible, se observó un ligero descenso del crédito al sector privado del 0,5 %. Los depósitos cayeron un 0,9 %. Los valores de renta fija disminuyeron su peso en balance un 0,2 % mientras que las acciones y participaciones lo redujeron un 0,1 %. Asimismo, se produjo un aumento en el volumen de préstamos dudosos del 0,5 % con respecto al mes precedente.

E. Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema

Indicador	A partir de datos de:	media 2000-2020	2021	2022	2023 junio	2023 septiembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	172	110	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	84	80	78	78	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	226.645	164.101	164.101	158.317 (a)	158.317 (a)	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	36.236	19.015	17.648	17.517	17.458	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	BE	451.256	2.206.332	1.638.831	1.031.949	457.994 (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	90.599	289.545	192.970	88.092	27.860 (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 2000-2020	2021	2022	2023 junio	2023 septiembre	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de euros)	BE	23.572	16	5	417	297 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2022.

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

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": en diciembre de 2023, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 27.860 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 octubre de 2023, su valor en España era de 615.617 millones de euros y de 4,7 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 2000-2020	2021	2022	2023 (2T)	2023 (3T)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	47,24	54,18	46,99	40,72	42,20	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	4.604,61	12.137,18	12.610,21	12.951,36	12.899,22	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado.
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	31.099,47	111.819,77	117.256,85	117.053,21	116.975,59	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	178,52	98,01	92,88	93,17	92,86	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,11	9,2	9,3	9,0	9,0	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	-0,07	0,6	1,3	0,7	0,7	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,41	0,5	0,7	1,0	0,9	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	5,25	6,9	9,8	12,23	11,77	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": en el tercer trimestre de 2023 se produjo un ligero descenso en la ROE del sector bancario español en relación con el trimestre anterior.

PUBLICACIONES DE FUNCAS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 177. La Europa del futuro

PANORAMA SOCIAL

N.º 37. Economía y sociedad

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 297. Ecos de deberes pasados

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 12, N.º 6 (2023). Perspectives on Spain's economy and fiscal consolidation

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 23. diciembre (2023)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 101. La industria de las vacunas tras la pandemia de la COVID-19. La perspectiva internacional.
Félix Lobo

LIBROS

Programas de educación financiera para emprendedores: evaluación de resultados y potencial de mejora.
Ernesto López-Valeiras, Roberto Graña-Álvarez, Xavier Martínez-Cobas, Loreto Fernández y Sergio Rodríguez

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2024

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

cecabank



www.cecabank.es

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