

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

A pesar del crecimiento económico observado durante la primera mitad del año, la fuerte alza de los precios de consumo y de los insumos de las empresas habría contribuido a un cierto deterioro de la posición económica y patrimonial de empresas y hogares, en particular, de algunos segmentos más vulnerables. A ello se añadiría el efecto adverso del aumento de los tipos de interés sobre la renta disponible de los agentes endeudados. El impacto sobre el servicio de la deuda hasta ahora ha sido muy moderado, pero cobrará importancia en los próximos meses a medida que se vaya completando la traslación del incremento de los tipos de mercado al coste de la deuda y continúe el proceso de normalización de la política monetaria. A corto y medio plazo se prevé una notable desaceleración de la actividad económica, tanto en España como a nivel global. El alcance de esta desaceleración es muy incierto, y no se pueden descartar escenarios macroeconómicos adversos que impliquen una contracción de la actividad si se materializan determinados riesgos, vinculados principalmente con las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania. Bajo estos escenarios se produciría un deterioro adicional de la capacidad de repago de las deudas por parte de empresas y de hogares, que podría incidir negativamente sobre los balances de las entidades financieras. El impacto adverso que ello tendría sobre la estabilidad financiera se podría ver amplificado por la posibilidad de que se produzcan caídas adicionales en los precios de los activos financieros y de que estas se extiendan a los reales, especialmente si la corrección fuera desordenada. En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos disponibles, la actividad y los precios mantienen todavía unos ritmos de avance elevados, aunque existen algunos indicios de ralentización que habrá que esperar a que se confirmen con nueva información. De hecho, es esperable que el aumento de la incertidumbre, la reducción de la renta real de los hogares y las condiciones de financiación más estrictas frenen la evolución expansiva de este mercado en los próximos trimestres.

1.1 Entorno macroeconómico

1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

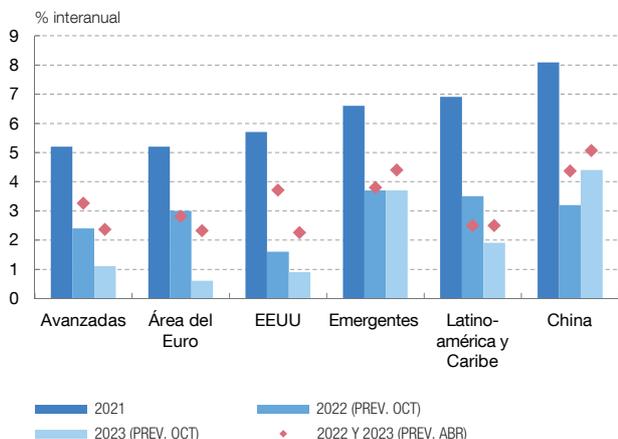
Los meses transcurridos de 2022 han estado marcados por el estallido de la guerra en Ucrania, que ha impulsado significativamente el precio de las materias primas energéticas y de los alimentos, y ha exacerbado las tensiones inflacionistas globales. La prolongación del conflicto bélico —con el cierre progresivo de las exportaciones de gas y de petróleo de Rusia— y la persistencia de tasas de inflación elevadas han afectado negativamente a la actividad económica mundial, que se ha desacelerado más de lo previsto.

Gráfico 1.1

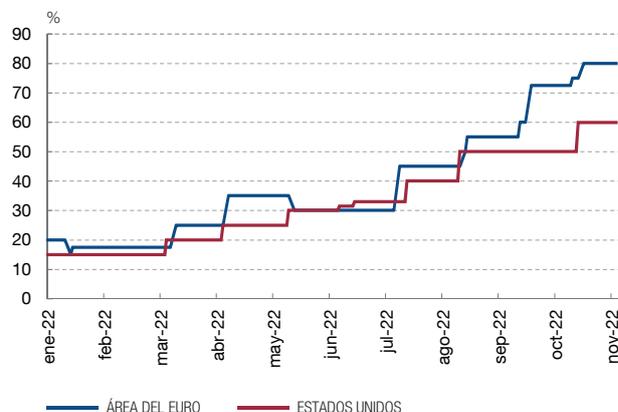
SE RALENTIZA LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL EN UN ENTORNO DE MAYOR INFLACIÓN Y DE ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las previsiones de crecimiento se han reducido desde el último Informe y han aumentado las probabilidades de recesión en las economías avanzadas. Las tasas de inflación han sorprendido al alza y han llevado a políticas monetarias más restrictivas en las principales economías.

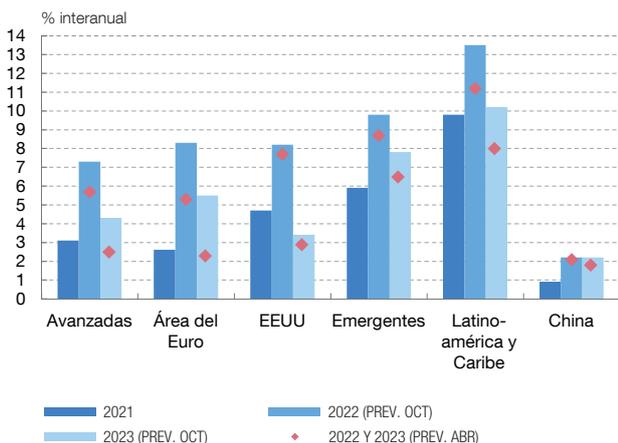
1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB (2021-2023)
FMI WEO Octubre 2022



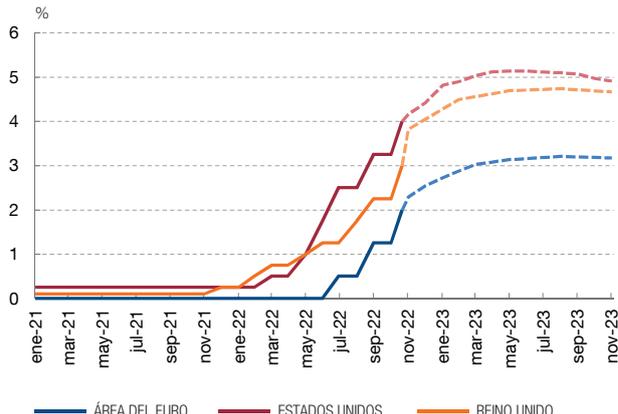
2 PROBABILIDAD DE RECESIÓN A UN AÑO. ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS (a)



3 INFLACIÓN (2021-2023)
FMI WEO Octubre 2022



4 POLÍTICA MONETARIA: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Bloomberg, estadísticas nacionales y Refinitiv.

- a Estos indicadores se basan en las respuestas a encuestas realizadas por Bloomberg sobre la probabilidad de una recesión en el plazo de un año. Los índices utilizados son: US Recession Probability Forecast Index y Eurozone Recession Probability Forecast Index.
- b Las líneas discontinuas se refieren a expectativas basadas en futuros. Se utilizan los siguientes índices: 3 Month Sonia Index, 30 day Federal Funds Composite (Chicago Board of Trade) y euríbor a tres meses.

Las perspectivas de crecimiento en 2022 y 2023 han empeorado en casi todas las áreas, principalmente en las economías avanzadas (véase gráfico 1.1.1). A pesar de cierto alivio en los cuellos de botella que han venido afectando a las cadenas globales de valor desde 2021, el aumento de la inflación —que ha dado lugar a una caída de la renta real disponible y a un endurecimiento de las condiciones de financiación— ha incrementado la probabilidad de recesión en las principales economías desarrolladas

(véase gráfico 1.1.2). De hecho, Estados Unidos experimentó sendos retrocesos del producto interior bruto (PIB) en el primer y en el segundo trimestres de este año, si bien en el tercer trimestre el crecimiento volvió a tasas positivas. En el área del euro se ha producido una ralentización de la actividad en el tercer trimestre y se espera una profundización de estas dinámicas en el cuarto trimestre de 2022 y en el primer trimestre de 2023, tras un primer semestre de 2022 expansivo gracias al impulso de la reapertura plena de los sectores económicos más afectados por la pandemia. Las proyecciones más recientes de los distintos organismos internacionales y analistas se han revisado notablemente a la baja apuntando a una situación cercana al estancamiento del PIB de esta área en 2023, tras un crecimiento en torno al 3 % en 2022.

Los riesgos para el crecimiento global se orientan claramente a la baja. En el área del euro, la principal fuente de riesgo se asociaría a las consecuencias inciertas de la reducción drástica del suministro de gas proporcionado por Rusia y dependería también del grado de severidad climática del invierno. Europa está particularmente expuesta a los efectos derivados de la invasión de Ucrania, debido a su cercanía geográfica y, especialmente, a la elevada dependencia de las importaciones de combustibles fósiles desde Rusia. Más en general, el aumento de las tensiones geopolíticas en distintas partes del mundo podría afectar, a medio plazo, a la globalización de la economía mundial, exacerbando los problemas de cuellos de botella (véase recuadro 1.1). Otra fuente de riesgos provendría del alza sincronizada de tipos de interés y del consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras, en un entorno de elevado endeudamiento público y privado en numerosas economías. Además, una brusca desaceleración en China, en el contexto de su estrategia COVID-cero y de la crisis de su sector inmobiliario, podría tener efectos adversos sobre la economía y el comercio mundiales.

La inflación global ha seguido siendo elevada desde la publicación del último Informe de Estabilidad Financiera (IEF) en primavera, con sucesivas revisiones al alza de las previsiones. La persistencia de las tensiones inflacionistas responde a distintos factores, entre los que destacan las interrupciones en las cadenas de suministro globales, el aumento de los precios de la energía a raíz de la invasión rusa de Ucrania, la fuerte recuperación de la demanda desde 2021 y, en algunos casos, como Estados Unidos, el aumento de los costes laborales. Las previsiones de inflación para 2022 y 2023 se han revisado al alza de forma generalizada (véase gráfico 1.1.3), aunque se espera una moderación a partir del próximo año. En el área del euro, el significativo aumento del precio de los alimentos y la depreciación del tipo de cambio frente al dólar han sido factores adicionales de persistencia de la inflación. El reciente abaratamiento de los inputs energéticos podría aliviar las presiones inflacionistas si se mantiene en el tiempo. Las previsiones de inflación más recientes se han revisado significativamente al alza y sitúan la inflación del área del euro por encima del 8 % en 2022 y del 5 % en 2023.

En respuesta a una inflación elevada y persistente, los bancos centrales han endurecido el tono de la política monetaria con cierta sincronización. Así, por

ejemplo, entre las principales economías avanzadas, la Reserva Federal, el BCE o el Banco de Inglaterra¹ han intensificado el ritmo de subidas de tipos de interés (véase gráfico 1.1.4), con el objetivo de reconducir la inflación hacia valores compatibles con los objetivos de la política monetaria y de mantener ancladas las expectativas. Los aumentos de los tipos de interés oficiales, que se espera que continúen en los próximos meses, junto con la ampliación de las primas de riesgo por la mayor incertidumbre, se han traducido en condiciones financieras globales más estrictas y en un incremento generalizado, pero desigual entre países, de los costes de financiación de empresas y de hogares en un contexto, también general, de elevado endeudamiento privado y público. Si bien hay coincidencia en la dirección de las medidas, las diferencias en la intensidad de las subidas de tipos de interés y en las fechas de anuncio implican asimismo cierta heterogeneidad en los efectos de los ajustes monetarios en las distintas economías avanzadas. Estas diferencias están teniendo también un reflejo en la evolución de los tipos de cambio, afectados asimismo por los efectos heterogéneos del incremento de los precios de las materias primas en los distintos países y áreas geográficas.

Las políticas monetarias globales más restrictivas y la apreciación del dólar han dado lugar a un endurecimiento de las condiciones financieras en las economías emergentes. Así, estas han registrado en los meses transcurridos de 2022 caídas de las cotizaciones bursátiles, aumentos de las primas de riesgo y salidas de capitales (véase gráfico 1.2.1). Los mercados en América Latina tuvieron, en general, un mejor desempeño relativo, al verse favorecidos por el alza de los precios de las materias primas y por la reacción anticipada de su política monetaria. Mientras, el comportamiento fue más negativo en Europa del Este y, especialmente, en China, que registró fuertes salidas de capitales de cartera. La escalada de la inflación en las economías emergentes podría haber tocado o estar cercana a tocar techo, y el consenso de analistas espera que a finales de 2023 esta se sitúe, en la mayoría de los casos, en valores solo algo por encima de los previos a la pandemia (véase gráfico 1.2.2). En este contexto, los bancos centrales de América Latina y Europa del Este mantuvieron el tono contractivo de la política monetaria (véase gráfico 1.2.3), sumándose, en esta ocasión, las autoridades monetarias de Asia emergente (salvo China, que afronta un fuerte ajuste en su sobredimensionado sector inmobiliario) a esta tendencia (de la que no participaron Rusia y Turquía). El endurecimiento generalizado de las condiciones financieras podría tener efectos particularmente adversos en aquellas economías emergentes con niveles de endeudamiento más elevados y con mayores necesidades de financiación externa. Entre los países de importancia sistémica para la banca española, destaca el caso de Turquía como uno de los países vulnerables.

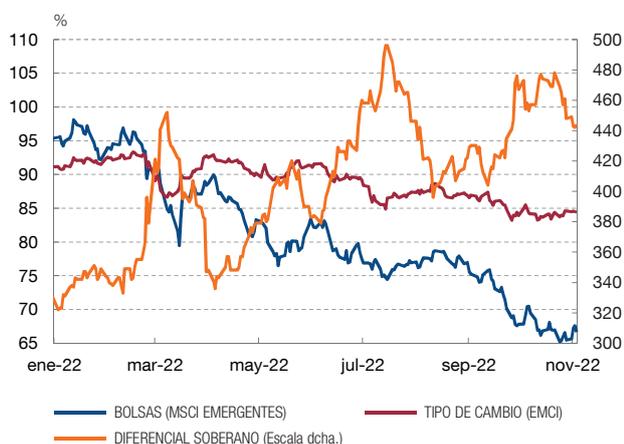
¹ No obstante, el Banco de Inglaterra también tuvo que intervenir comprando títulos de deuda pública para estabilizar los tipos de interés de más largo plazo y el tipo de cambio tras la reacción de los mercados financieros a los anuncios del anterior Gobierno Británico de una política fiscal más expansiva.

Gráfico 1.2

EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES SE MANTIENE EL TONO CONTRACTIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA, EN UN CONTEXTO DE CIERTA CONTENCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE LAS TENSIONES FINANCIERAS

Los mercados financieros de las economías emergentes se han visto muy afectados por el tensionamiento de las condiciones financieras globales durante 2022, aunque se observan ciertas señales de contención en los meses más recientes. Las tasas de inflación habrían alcanzado un máximo en junio, y las proyecciones las sitúan al final de 2023 en niveles próximos a los previos a la pandemia, excepto en Europa del Este. Los bancos centrales mantuvieron un tono muy contractivo de la política monetaria, con la notable excepción de Turquía, y con la finalización en septiembre del ciclo de subidas en Brasil, el país que inició antes el ciclo restrictivo.

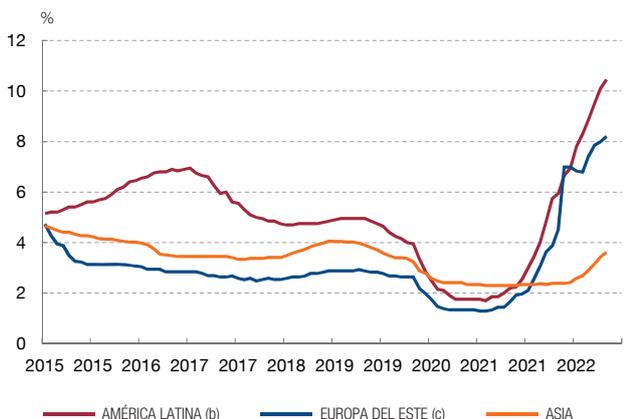
1 CONDICIONES FINANCIERAS



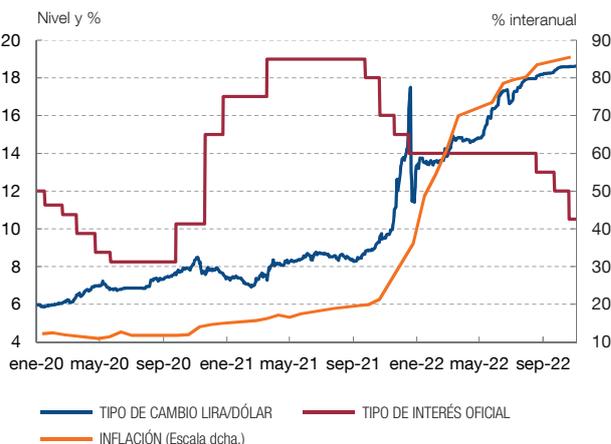
2 INFLACIÓN (a)



3 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



4 TURQUÍA: INFLACIÓN, TIPO DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO



FUENTES: Refinitiv, Consensus Forecasts y estadísticas nacionales.

- a Los puntos representan la expectativa de inflación a finales de 2022 y de 2023, según los analistas de Consensus, en octubre de 2022.
- b Sin Argentina.
- c No incluye Turquía.

En relación con la evolución reciente de los principales países emergentes con exposición de los bancos españoles, se pueden destacar los siguientes aspectos:

En **México**, a pesar de que el PIB todavía no ha alcanzado los niveles previos a la pandemia, el banco central siguió endureciendo el tono de la política monetaria con el objetivo de contener la elevada inflación, cuyo componente subyacente alcanzó

tasas por encima del 8 % en agosto. Por su parte, el crédito al sector privado mantuvo un escaso dinamismo, especialmente el dirigido a empresas, en un contexto de baja tasa de morosidad y altas ratios de solvencia y de liquidez.

La economía de **Brasil** registró un repunte mayor de lo esperado en el primer semestre, impulsada por el consumo privado. La tasa de inflación comenzó a moderarse a partir de abril, gracias especialmente a las reducciones de impuestos introducidas por el Gobierno para contener los precios de los combustibles. No obstante, el componente subyacente de la inflación se ha mantenido por encima del 8 %. El banco central continuó aumentando el tipo de interés oficial, si bien a menor ritmo que en los meses previos, hasta situarlo en el 13,75 % en agosto de este año. Las perspectivas de Brasil están condicionadas, además de por los riesgos comunes a las otras economías de la región, por el curso de la política fiscal, en un país con un endeudamiento público muy elevado y con un coste creciente de financiación del mismo, al estar indiciado en buena medida a los tipos de interés oficiales y a la tasa de inflación.

En **Turquía**, la economía siguió mostrando un gran dinamismo en la primera mitad del año, con un crecimiento del PIB del 7,5 % interanual, al tiempo que se producían deterioros adicionales de algunos de sus principales desequilibrios (véase gráfico 1.2.4). Así, la inflación continuó repuntando, hasta situarse en el 85,5 % interanual en octubre, pese a lo cual el banco central recortó su tipo de interés de referencia en un total de 250 puntos básicos (pb) en sus tres últimas reuniones de política monetaria, hasta situarlo en el 10,5 %. Por otra parte, el banco central introdujo medidas para controlar el crecimiento del crédito (salvo el dirigido a empresas de sectores de interés) y limitar su coste. Por último, el encarecimiento de las importaciones energéticas y el incremento de las importaciones de oro, posiblemente por su función de activo refugio, han ampliado el déficit de la balanza por cuenta corriente, que se situó en el 4,8 % del PIB a mediados de año.

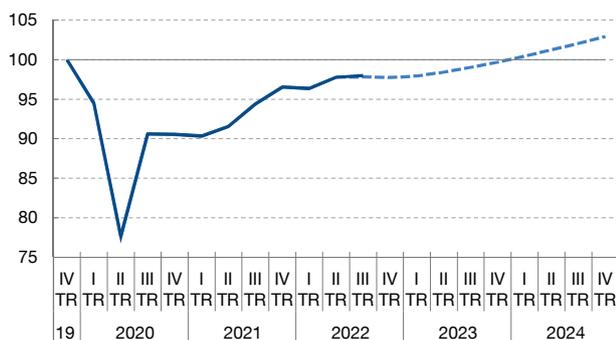
1.1.2 España

Tras el repunte de la actividad en el segundo trimestre, la economía española ha perdido dinamismo en el tercero, debido a los efectos de la inflación sobre las rentas de hogares y de empresas. A pesar del impulso del gasto turístico en ausencia de restricciones sanitarias, se ha registrado una ralentización de la economía española en el tercer trimestre, lastrada por los mismos factores que afectan a la actividad global. Las altas tasas de inflación se han extendido progresivamente a un conjunto cada vez más amplio de bienes y servicios, con un impacto heterogéneo por colectivos. Los hogares con menor renta han sufrido una inflación superior como consecuencia de que el gasto en bienes de primera necesidad, que son los que han mostrado un mayor encarecimiento relativo

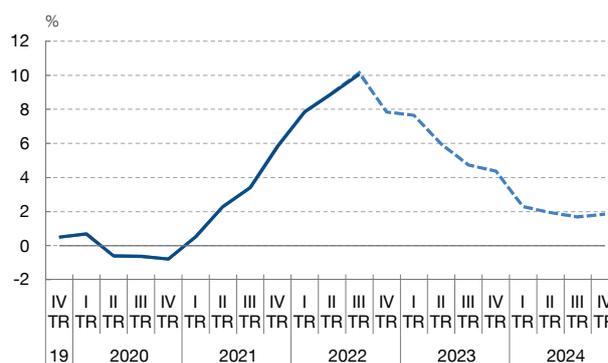
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ESTÁ ACUSANDO LOS EFECTOS ECONÓMICOS DE LA GUERRA EN UCRANIA, A TRAVÉS DEL IMPACTO DE UNA INFLACIÓN MÁS ALTA Y DURADERA DE LO ANTICIPADO Y DEL DETERIORO DEL ENTORNO EXTERIOR SOBRE EL PODER ADQUISITIVO DE LOS AGENTES Y SU CONFIANZA

Desde el último IEF publicado, el deterioro de las perspectivas económicas ha llevado a una revisión a la baja del crecimiento y al alza de la inflación. Un eventual recrudecimiento de los efectos de la crisis energética, por un racionamiento severo del gas en Europa, se configura como el principal riesgo a la baja para el crecimiento de la economía española. Sin embargo, existen algunos elementos de soporte, como la ejecución de los proyectos vinculados al NGEU, la disolución gradual de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor o el dinamismo esperado del gasto turístico foráneo.

1 PIB REAL DE ESPAÑA. NIVEL (a)
(IV TR 2019 = 100)



2 INFLACIÓN GENERAL (a)



--- PROYECCIONES DE OCTUBRE — OBSERVADO

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Se representan los datos de PIB e inflación observados hasta el tercer trimestre de 2022 y, a partir del segundo trimestre de este año, las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de octubre de 2022.

recientemente, tiene un mayor peso en su cesta de la compra. El consumo podría verse afectado de modo adicional, ya que el entorno actual de elevada incertidumbre puede provocar un aumento del ahorro por motivo precautorio, que busque amortiguar posibles deterioros adicionales de las rentas.

En el medio plazo, el crecimiento económico se ha revisado a la baja, debido también al impacto de una inflación más alta y persistente de lo esperado. De acuerdo con las últimas previsiones del Banco de España, el PIB cerrará el año 2022 alrededor de 2,3 puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel anterior a la irrupción de la pandemia (véase gráfico 1.3.1)². Además, en adelante la recuperación será menos intensa que la proyectada anteriormente, debido al fuerte ascenso de los precios y de los costes. De hecho, la revisión al alza de la inflación en 2023, tanto en España como en el área del euro, comienza a deberse también a rúbricas de la cesta de consumo diferentes del componente energético, esto es, los alimentos y el componente subyacente. El grado de transmisión de los aumentos

2 Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

de los precios energéticos a los precios finales y a los costes habría aumentado en los últimos meses. Su reciente reducción contribuirá a aliviar la presión inflacionaria más adelante, si se mantiene en el tiempo.

El endurecimiento de las condiciones de financiación y el deterioro del entorno exterior también contribuyen a reducir las expectativas de crecimiento. Como ya se ha comentado, la mayor inflación ha llevado, tanto al BCE como a otros bancos centrales, a iniciar la normalización de su política monetaria, elevando los tipos de interés oficiales. Estos aumentos han empezado a trasladarse al coste de la financiación de las empresas y de los hogares españoles, aunque a menor velocidad que en el pasado (véase recuadro 1.2). En cualquier caso, esto tenderá a elevar su carga financiera y a disminuir los recursos disponibles para su consumo e inversión. Asimismo, el notable empeoramiento reciente del contexto exterior también menoscaba las expectativas de las exportaciones españolas, a pesar de la ganancia de competitividad que implica la depreciación del euro frente al dólar.

Algunos factores podrían apoyar la actividad, como los fondos vinculados al programa *Next Generation-EU* (NGEU), la solución paulatina de las disrupciones en las cadenas globales de suministro o la continuación de los flujos de turismo extranjero. La implementación de los proyectos asociados al NGEU³ debería respaldar la actividad a futuro, a pesar de cierto retraso en su ejecución. Asimismo, a pesar de los riesgos identificados, en los últimos datos se observa cierta relajación de los cuellos de botella a nivel global, y el escenario central contempla su disolución gradual a lo largo de 2023. No obstante, la mejora reciente de los plazos de entrega podría ser un síntoma adicional de debilidad de la demanda mundial. A su vez, la resistencia del gasto turístico actuaría también como estímulo adicional de la actividad.

Las perspectivas de la economía española en el escenario central están sujetas a una incertidumbre extraordinaria, y los riesgos se orientan a la baja. El escenario central para España contempla una moderación de la inflación hacia un nivel cercano al 2% en 2024 (véase gráfico 1.3.2). Sin embargo, una eventual intensificación de la guerra en Ucrania, que provocaría mayores distorsiones en el suministro energético de Europa, podría propiciar encarecimientos adicionales de la energía y una inflación más acusada y más persistente que la anticipada. Esto repercutiría sobre la capacidad adquisitiva y sobre la confianza de los agentes, y volvería a incidir negativamente sobre sus decisiones de gasto y sobre el empleo y la actividad. En este escenario adverso, sería también más probable un endurecimiento de las políticas monetarias a nivel global mayor de lo previsto hasta ahora, o alteraciones adicionales en las cadenas de suministro de insumos en las que Rusia y Ucrania son suministradores importantes (no solo de petróleo y de gas,

3 Véase nota anterior.

sino también de cereales o de minerales), lo que podría afectar negativamente a la producción en las ramas de actividad más expuestas.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

Las rentabilidades en los mercados monetarios de las economías avanzadas han seguido aumentando como consecuencia, fundamentalmente, del endurecimiento de las políticas monetarias y de las expectativas de los inversores de que los tipos de interés oficiales se elevarán, durante los próximos meses, a un ritmo mayor de lo que se anticipaba anteriormente. El Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos ha acelerado en el período reciente el ritmo previsto de subidas del tipo de interés oficial, con cuatro ascensos consecutivos de 75 pb. En el área del euro, el BCE incrementó los tipos de interés de referencia en 50 pb en la reunión de julio y en 75 pb en las de septiembre y octubre, lo que ha supuesto el mayor aumento en la historia del área del euro. Esta evolución, junto con la expectativa de subidas adicionales de los tipos oficiales en los próximos meses, se ha traducido en ascensos de las rentabilidades interbancarias, con lo que, en la fecha de cierre de este Informe, el euríbor a doce meses se situó en el 2,7 %, unos 325 pb por encima de los niveles de finales de 2021 (véase gráfico 1.4.1). En todo caso, la incertidumbre sobre la política monetaria continúa siendo muy elevada, como se refleja en el repunte de la volatilidad implícita de los swaps 3M1Y⁴, que se mantiene muy por encima de su media histórica (véase gráfico 1.4.1).

El aumento de los tipos de interés oficiales y las expectativas de subidas adicionales se han trasladado también a las rentabilidades de las deudas soberanas. En estos mercados, la pauta creciente de las rentabilidades se ha intensificado desde principios de agosto por el repunte de las tensiones inflacionistas y por los mensajes de algunos bancos centrales, que sugerían que las condiciones monetarias serían más restrictivas de lo previsto. En concreto, las rentabilidades alcanzaron en las referencias a diez años valores del 4,2 % en Estados Unidos y del 2,4 % en Alemania, niveles no observados desde 2010 y 2011, respectivamente (véase gráfico 1.4.2).

Los diferenciales corporativos y las primas de riesgo de las deudas soberanas de los países del área del euro repuntaron desde finales de abril, pero han mostrado una pauta más contenida recientemente (véanse gráficos 1.4.3 y

4 Volatilidad normalizada *at the money* de opciones con vencimiento a tres meses que tienen como activo subyacente swaps de tipo de interés a un año cuyo componente variable es el euríbor a tres meses.

DURANTE LOS ÚLTIMOS MESES HAN SEGUIDO AUMENTANDO LOS TIPOS DE INTERÉS EN LOS MERCADOS MONETARIOS Y DE DEUDA SOBERANA, Y LAS PRIMAS DE RIESGO EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

Las rentabilidades en los mercados monetarios y de deuda soberana a largo plazo de mayor calidad crediticia han seguido aumentando desde la fecha de publicación del último IEF, principalmente como consecuencia del endurecimiento de las políticas monetarias y de la revisión al alza del nivel esperado de los tipos de interés oficiales. En todo caso, la incertidumbre sobre la política monetaria continúa siendo elevada, especialmente en la zona del euro, como se refleja en la volatilidad implícita de los *swaps* 3M1Y, que se sitúa en niveles muy por encima de su media histórica. Los diferenciales corporativos y las primas de riesgo de las deudas soberanas de los países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) repuntaron desde abril, pero han mostrado una pauta más contenida recientemente.

1 UEM: VOLATILIDAD SWAPS 3M1Y Y EURÍBOR A UN AÑO



2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



3 DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



4 DESVIACIONES CON RESPECTO A SU MEDIA HISTÓRICA DE LOS DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Volatilidad normalizada «at the money» de opciones que tienen como activo subyacente *swaps* de tipo de interés a un año cuyo componente variable es el euríbor a tres meses.
- b Desviaciones calculadas respecto a la media histórica entre 1998 y 2022. Alto rendimiento: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial High Yield. Grado de inversión: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial.

1.4.4). El aumento de las primas de riesgo soberanas se frenó tras el anuncio del BCE de introducir flexibilidad en su política de reinversión de activos y la aprobación de un nuevo instrumento, denominado «instrumento para la protección de la transmisión» (TPI, por sus siglas en inglés). Este instrumento tiene como objetivo asegurar una transmisión efectiva de su política monetaria. En el caso de los

DESDE EL INICIO DE 2022 SE HAN OBSERVADO DESCENSOS DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES Y UNA FUERTE APRECIACIÓN DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

Se han registrado caídas en los principales índices bursátiles, impulsadas por el repunte de los tipos de interés a largo plazo y por la preocupación creciente sobre la evolución económica en distintas áreas. En los mercados de divisas, el dólar estadounidense se ha apreciado frente a las principales monedas, movimiento que se ha intensificado en la segunda quincena de septiembre. Esta evolución respondería al mayor endurecimiento observado y previsto de la política monetaria en Estados Unidos en comparación con el resto de áreas, al menor deterioro relativo de las perspectivas macroeconómicas en esa economía y a la búsqueda de activos refugio.

1 ÍNDICES DE BOLSA



2 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (a)



FUENTES : Refinitiv Datastream y Banco de España.

a Un aumento (disminución) indica una apreciación (depreciación) del dólar frente al resto de monedas.

diferenciales de rentabilidad de los bonos de las sociedades no financieras, tras el fuerte repunte de junio, se han estrechado posteriormente, y de forma más acusada en el segmento de alto rendimiento, que es el que había experimentado un mayor incremento al inicio del verano.

Los principales índices bursátiles han registrado caídas impulsadas por el repunte de los tipos de interés a largo plazo y por la preocupación creciente sobre la evolución económica en distintas áreas. Las caídas acumuladas desde el último IEF han sido similares por regiones. En Estados Unidos ha podido pesar más el endurecimiento de la política monetaria, mientras que los índices europeos se habrían visto más afectados por el deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Desde la fecha de publicación del último IEF, los principales índices bursátiles han perdido entre el 8 % y el 17 % de su valor, y los europeos se encontraban por debajo de los niveles de enero de 2020 (véase gráfico 1.5.1).

En los mercados de divisas, el dólar estadounidense se ha apreciado frente a las principales monedas. Estos movimientos responden al mayor endurecimiento observado y previsto de la política monetaria en Estados Unidos en comparación con el resto de las áreas, al menor deterioro de las perspectivas macroeconómicas en Estados Unidos y a la búsqueda de activos refugio por la elevada incertidumbre. El euro se ha

situado en mínimos de 20 años frente al dólar, llegando a cotizar el cambio por unidad de dólar por encima de la paridad (véase gráfico 1.5.2). La depreciación de la libra esterlina se acentuó tras el anuncio del plan de reducción de impuestos por parte del anterior Gobierno Británico, de manera que el tipo de cambio bilateral alcanzó su valor más bajo con respecto al dólar en casi 40 años, rozando la paridad. La intervención del Banco de Inglaterra en el mercado de bonos, la retirada de las medidas de reducción de impuestos y el cambio de gobierno han llevado a que la libra haya revertido gran parte de su depreciación. El tipo de cambio del yen frente al dólar se ha situado en el nivel más bajo desde 1998, lo que ha llevado a las autoridades japonesas a intervenir en el mercado.

El fuerte repunte de los precios de algunas materias primas ha vuelto a generar tensiones en los mercados de derivados que tienen estos productos como subyacente. La escalada de los precios del gas y de la electricidad se ha traducido en fuertes aumentos de la cuantía del colateral exigido a determinadas contrapartes en las cámaras de compensación en las que se liquidan los derivados sobre estas materias primas. Esta situación ha hecho que algunas empresas energéticas que utilizan estos contratos para realizar coberturas hayan tenido dificultades para afrontar dichos pagos. Para paliar estos problemas y evitar interrupciones en el funcionamiento de estos mercados, varios países europeos han adoptado medidas de apoyo públicas a la liquidez de las compañías del sector energético⁵. La reducción reciente de los precios de los inputs energéticos ha aliviado la situación, pero habrá que esperar para confirmar la consolidación de esta tendencia y una disipación más definitiva de este riesgo.

Los precios de los activos financieros podrían prolongar y acentuar la pauta descendente observada durante los últimos meses si se materializan determinados escenarios de riesgo. Bajo un escenario en el que la inflación muestre una mayor persistencia de lo previsto, las políticas monetarias podrían endurecerse más de lo que anticipan los mercados, desencadenándose un repunte adicional de los tipos de interés en los mercados financieros. Esto impactaría negativamente sobre el precio de los bonos de alta calidad crediticia y también sobre el de los activos con riesgo, a través del aumento de la tasa de descuento implícita en estas valoraciones. El precio de estos activos con riesgo también podría descender en un escenario de mayor incertidumbre y de menor crecimiento económico a través del impacto adverso que tendría sobre los beneficios futuros esperados de las empresas y/o del aumento de las primas de riesgo. Estas dinámicas podrían verse amplificadas si dieran lugar a ventas aceleradas por parte de algunos inversores. En este sentido, un área de preocupación es la existencia a nivel global de determinados fondos de inversión abiertos que han aumentado durante los últimos años su exposición al riesgo y que cuentan con un peso reducido de activos líquidos para hacer frente a potenciales salidas de partícipes.

5 El 8 de septiembre, el Tesoro británico y el Banco de Inglaterra establecieron un Fondo de Liquidez de 40 mm de libras para apoyar a las empresas del sector energético. El Gobierno sueco anunció, el 4 de septiembre, que proporcionaría hasta 23 mm de dólares en garantías de crédito a las empresas proveedoras de electricidad, mientras que Finlandia anunció un paquete similar de 10 mm de euros.

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

Las compraventas de vivienda han seguido mostrando una notable fortaleza, si bien en el período más reciente se observan algunas señales de ralentización.

De acuerdo con la información notarial, entre enero y agosto las transacciones de vivienda se encontraban algo más del 30 % por encima de las registradas en el período análogo de 2019 y alcanzaban los valores más elevados desde 2007. Esta evolución se habría visto impulsada por las todavía favorables condiciones de financiación. Sin embargo, en los últimos meses se observa un menor dinamismo de las transacciones (véase gráfico 1.6.1), consistente con las peores perspectivas económicas.

Por su parte, los visados de obra nueva han perdido dinamismo, al igual que la producción de insumos en el sector de la construcción, en buena parte por la fuerte alza en los costes energéticos que han encarecido ostensiblemente los materiales y han dificultado su disponibilidad. De este modo, la iniciación de viviendas entre enero y agosto se situaba algo más del 8 % por debajo de la observada en el mismo período de 2019. Asimismo, se habría estado produciendo cierto retraso en la terminación de las obras, como ilustra la brecha observada entre el número de visados concedidos hace dos años —aproximadamente, el tiempo medio de construcción— y el número de viviendas terminadas actualmente (véase gráfico 1.6.2). El ritmo de ejecución de obras también se estaría viendo afectado por una creciente insuficiencia de mano de obra en el sector, como apunta la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) del tercer trimestre⁶.

En línea con la evolución de las compraventas de inmuebles residenciales, el nuevo crédito para la compra de vivienda creció a un ritmo elevado durante el primer semestre de 2022, aunque también se aprecian signos de desaceleración en los meses más recientes. El volumen de nuevas operaciones hipotecarias aumentó, en el segundo trimestre de 2022, un 10,9 % en términos interanuales, un ritmo de crecimiento algo más reducido que el observado en la parte final de 2021 (un 14,8 % en el cuarto trimestre de 2021). A pesar de este notable dinamismo, el saldo de este tipo de crédito apenas creció un 1,2 % en el segundo trimestre de 2022, en relación con el mismo período de un año antes, un avance similar al observado en los trimestres anteriores, ya que el volumen de amortización ha seguido compensando en gran medida el importe de las nuevas operaciones.

El saldo vivo del crédito concedido al sector de la promoción y construcción ha seguido contrayéndose en la primera mitad de 2022, en línea con el escaso dinamismo de la obra nueva. Concretamente, en el segundo trimestre de 2022 el

⁶ Véase «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2022», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

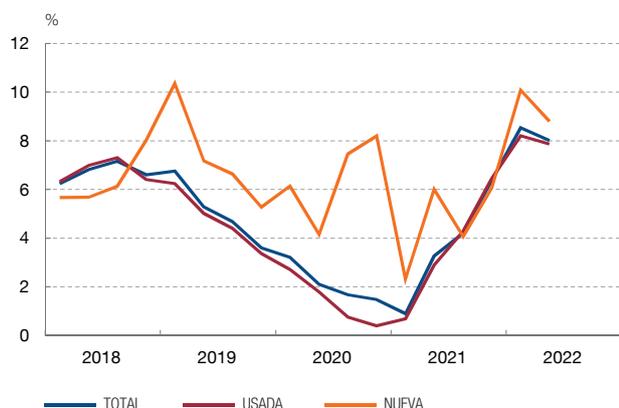
LA ACTIVIDAD Y LOS PRECIOS EN EL MERCADO INMOBILIARIO MANTIENEN UNA TENDENCIA EXPANSIVA, AUNQUE SE OBSERVAN CIERTOS SIGNOS DE DESACELERACIÓN, EN UN CONTEXTO DE DETERIORO DE LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y DE ENCARECIMIENTO GRADUAL DE LA FINANCIACIÓN

El número de compraventas de vivienda se ha moderado en los últimos meses, pero aun así presenta en los ocho primeros meses de 2022 un notable crecimiento frente al mismo período del año anterior. La iniciación y la terminación de vivienda flexionan a la baja ante el encarecimiento y la escasez de materiales, los elevados costes energéticos y la creciente insuficiencia de mano de obra. En este contexto, el crecimiento del precio medio de la vivienda se moderó hasta el 8 % en el segundo trimestre, si bien este alcanza la segunda tasa más alta desde 2007. En el mercado inmobiliario comercial también se perciben signos de menor dinamismo de los precios en algunos segmentos.

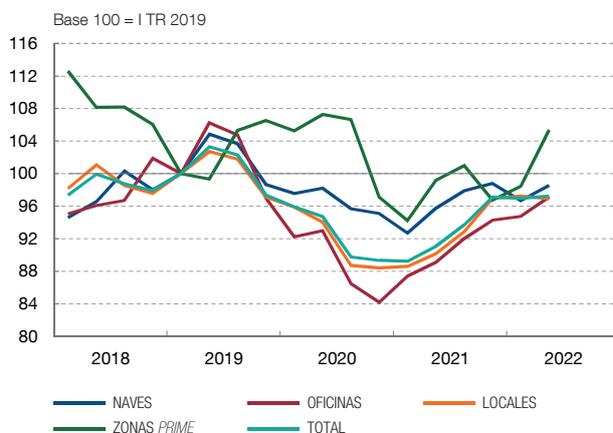
1 COMPRAVENTAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA (a)



2 VIVIENDA INICIADA HACE DOS AÑOS Y VIVIENDA TERMINADA (b)

3 PRECIOS DE LA VIVIENDA
Variación interanual

4 PRECIOS DEL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL (c)



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Colegio de Registradores, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

- a Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario. Última observación: agosto de 2022.
- b Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario y en promedio trimestral. Para representar la iniciación de vivienda desfasada se toman los visados de obra nueva concedidos hace dos años. Última observación: segundo trimestre de 2022.
- c Para calcular estos índices se divide cada mercado en estratos con inmuebles homogéneos. Posteriormente, se estima un precio para cada uno de estos estratos a partir de un modelo de regresión hedónico. Los índices agregan la información de los precios estimados para cada estrato. El valor del índice para el conjunto del mercado inmobiliario comercial se calcula como una media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento, siendo los pesos relativos para el segmento de oficinas del 4 %, para el segmento de locales comerciales del 78 % y para el segmento de naves del 18 %. Los inmuebles en zonas *prime* representan en 2022 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento de inmobiliario comercial. Se identifica como *prime* cualquier tipo de inmueble de los anteriormente señalados (locales, oficinas, naves) situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos (Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia). Los datos de segundo trimestre de 2022 son provisionales.

saldo vivo de este tipo de crédito caía en términos interanuales un 6,7 %, y se situaba en niveles mínimos de los veinte últimos años.

La oferta de vivienda continúa siendo débil en relación con la demanda, por lo que sus precios han seguido registrando crecimientos elevados en el segundo trimestre, si bien ligeramente menores que tres meses antes. De acuerdo con la información del Instituto Nacional de Estadística (INE), la tasa de crecimiento interanual del precio de la vivienda se moderó hasta el 8 % en el segundo trimestre, 0,5 pp inferior al aumento en el primer trimestre (véase gráfico 1.6.3). En casi todas las Comunidades Autónomas los precios aminoraron moderadamente su ascenso, con alzas superiores a la media nacional en las islas y en la mayor parte de la costa mediterránea. Por segmentos, tanto el precio de la vivienda usada como, en mayor medida, el de la nueva se desaceleraron (0,3 pp y 1,3 pp, hasta el 7,9 % y el 8,8 %, respectivamente). Asimismo, se evidencian recientemente menores avances tanto en los precios de los bloques de viviendas como en los de la vivienda unifamiliar, aunque esta última modalidad continúa experimentando los crecimientos más dinámicos.

A corto y medio plazo, podría intensificarse la desaceleración de los precios de la vivienda. La incertidumbre sobre las perspectivas económicas de los agentes y sus rentas, y el endurecimiento de las condiciones de financiación continuarán siendo factores muy relevantes para la evolución de la demanda de vivienda y de su precio.

En el mercado inmobiliario comercial también se perciben signos de menor dinamismo de los precios en algunos segmentos. En el segmento de los locales comerciales —que es el que tiene un peso más elevado en los índices agregados— y en el de las naves industriales, los precios se estancaron en el primer semestre de 2022, y se rompió la pauta de crecimiento que se había observado en 2021 (véase gráfico 1.6.4). Por el contrario, en el segmento de oficinas y en los establecimientos localizados en áreas *prime*⁷ las valoraciones continuaron avanzando a un ritmo notable (9 % y 6,3 %, respectivamente, en términos interanuales, en el segundo trimestre de 2022).

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

De acuerdo con la información de la Central de Balances Trimestral⁸, la situación económica y patrimonial de las empresas habría continuado

7 El segmento *prime* se refiere a cualquier tipo de inmueble comercial situado en los barrios con mayor actividad comercial de Madrid, Barcelona, Bilbao, Palma, Valencia y Málaga.

8 La Central de Balances Trimestral comprende una muestra cercana a las mil empresas, la mayoría de las cuales son de gran tamaño.

recuperándose durante la primera mitad de 2022 apoyada en el avance de la facturación⁹, si bien se detectan indicios de deterioro en determinados sectores más expuestos al repunte del coste de la energía. Así, el porcentaje de compañías que presentaron una rentabilidad sobre el activo¹⁰ (ROA) negativa en la primera mitad de 2022 fue del 26,9 %, lo que supone 2,9 pp menos que en el mismo período del pasado año, pero todavía 1,3 pp más que en el primer semestre de 2019¹¹. Por sectores, la mejora habría sido más intensa en los más afectados por la pandemia¹², de modo que se redujeron tanto la proporción de compañías con pérdidas como aquellas con endeudamiento elevado¹³ (véase gráfico 1.7.1). Esta mejora también se produjo —aunque más moderadamente— en aquellos sectores muy afectados por la pandemia, que son, además, muy intensivos en el uso de la energía, como el transporte. Por el contrario, en las ramas más expuestas al repunte de los precios energéticos y que no se vieron muy afectadas por la pandemia (como la industria química, la fabricación de plásticos, el sector maderero o el metalúrgico) se estaría observando ya un cierto deterioro de la situación económica y patrimonial de las empresas.

Los aumentos de los tipos de interés estarían elevando el grado de presión financiera soportado por las empresas, especialmente en el caso de aquellas con mayor endeudamiento y con una proporción más elevada de pasivos cuyo coste se revisa a corto plazo. Hasta ahora, solo una reducida proporción del aumento de los tipos de interés de mercado se ha trasladado al coste medio de la deuda bancaria empresarial, pero es esperable que este proceso se intensifique durante los próximos meses (véase recuadro 1.2). Se estima que ascensos en los tipos de interés de mercado de 300 pb, algo más moderados que los registrados por el euríbor a doce meses desde principios de año (325 pb), supondrían un incremento de la ratio mediana de carga financiera de las empresas con deuda de entre 2,6 pp y 5,6 pp¹⁴. Bajo ese mismo escenario, la proporción del total de la deuda corporativa en

9 De igual modo, los datos de Agencia Estatal de Administración Tributaria también señalan un importante crecimiento del importe de las ventas en los seis primeros meses de 2022, que superó el alcanzado en el período correspondiente de 2019 en todos los sectores de actividad, con la única excepción de fabricación de material de transporte.

10 La Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste.

11 Véase [Menéndez y Mulino \(2022\)](#).

12 Los sectores más afectados por la pandemia de COVID-19 se definen como aquellos cuya facturación cayó más de un 15 % en 2020 con respecto al año previo. Estos son: la hostelería y la restauración, la industria de refino de petróleo, los servicios sociales, culturales y recreativos, el transporte y el almacenamiento, la industria textil y la fabricación de material de transporte.

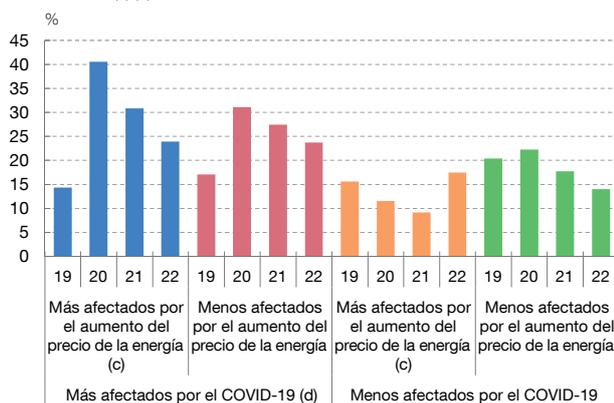
13 Se definen las empresas con endeudamiento elevado como aquellas cuya ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor de 10 o cuya deuda financiera neta es positiva y los resultados nulos o negativos.

14 Los valores de este rango se obtienen con distintos supuestos sobre el porcentaje de la deuda que vence a corto plazo y que se refinancia. El efecto de 5,6 pp en el rango superior se corresponde con el supuesto de renovación completa de las deudas que vencen en el corto plazo. Véase el recuadro 3, «[Una aproximación al posible impacto del aumento de los tipos de interés sobre la situación financiera de las empresas](#)», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

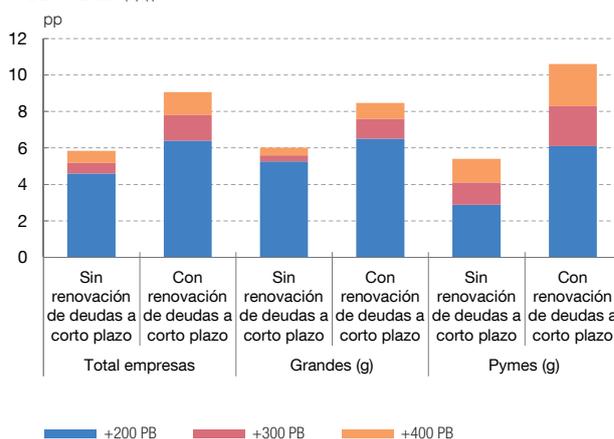
EL INCREMENTO DE LOS PRECIOS ENERGÉTICOS Y LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS ESTÁN IMPACTANDO NEGATIVAMENTE SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

Los ingresos y la situación patrimonial de las empresas han seguido recuperándose durante la primera mitad de 2022, particularmente en los sectores de actividad más afectados por la pandemia. Sin embargo, el aumento de los costes energéticos estaría actuando en la dirección opuesta, especialmente en aquellas ramas más expuestas a esta perturbación y que no se han beneficiado especialmente por el fin de las restricciones sanitarias. Por otra parte, una subida de los tipos de interés de mercado de 300 pb supondría, una vez que se traslade al coste de las deudas que se renueven en el corto plazo, un incremento de hasta 7,8 pp del peso de la deuda corporativa en manos de empresas con elevada presión financiera, mientras que una subida de 400 pb tendría un impacto de hasta 9,1 pp.

1 PORCENTAJE DE EMPRESAS VULNERABLES SEGÚN LA RATIO DEUDA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS). PRIMER SEMESTRE (a) (b)



2 AUMENTO ESTIMADO DEL PESO DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS CON ELEVADA PRESIÓN FINANCIERA POR LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (e) (f)



FUENTE: Banco de España.

- a Información procedente de la muestra trimestral de la CBT. Datos disponibles hasta II TR 2022.
- b Se definen como empresas vulnerables a aquellas en las que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor que 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.
- c Los sectores más afectados por el aumento del precio de la energía incluyen: transporte, minería, metales básicos, productos químicos y minerales no metálicos, plástico y pesca.
- d Se definen como sectores más afectados por el COVID-19 aquellos cuyas ventas cayeron más de un 15 % en 2020.
- e Se define como empresas con elevada presión financiera aquellas cuya ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que uno.
- f En el caso sin renovación de la deuda a corto plazo, la subida de los tipos de interés se traslada completamente al tipo de interés de las deudas y los créditos a largo plazo y tipo flexible. Además, se supone una traslación del 15 % para los depósitos a la vista y del 76 % para los depósitos a plazo hasta un año. El caso con renovación de la deuda a corto plazo se diferencia del anterior en que el aumento de los tipos de interés se traslada también a las deudas y créditos a corto plazo.
- g Definición de tamaños de acuerdo con la Recomendación 2003/361/CE.

manos de empresas con presión financiera elevada¹⁵, que se situaba en el 14,1 % antes de esta perturbación, se incrementaría entre 5,2 pp y 7,8 pp (véase gráfico 1.7.2). Por tamaño empresarial, no se observan grandes diferencias en estos impactos.

La fuerte desaceleración económica que se anticipa para los próximos trimestres también podría impactar negativamente sobre la situación económica y financiera de las empresas, especialmente si se materializan los escenarios de riesgo sobre el crecimiento económico comentados

¹⁵ Se considera que una empresa tiene presión financiera elevada si la ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que uno.

anteriormente. Esto podría redundar en un deterioro adicional de la capacidad de repago de sus deudas. Las compañías más expuestas a este riesgo son aquellas cuya actividad sea más cíclica, las que presenten un mayor peso de los costes fijos y las que partan de una situación patrimonial más comprometida.

En el caso de los hogares, y en particular, para los de menor renta, la elevada inflación estaría aumentando el grado de presión financiera soportada. La evolución positiva del empleo de los últimos trimestres ha llevado a que la renta bruta disponible, en términos nominales, haya continuado creciendo, hasta situarse en el segundo trimestre del año un 3,2 % por encima de los niveles registrados antes de la crisis sanitaria. Sin embargo, la fuerte alza de los precios de consumo supone una merma del poder adquisitivo de las familias, especialmente en el caso de aquellas con menores ingresos. Así, se estima que la inflación media acumulada durante 2021 y 2022 supondría un incremento promedio del gasto de los hogares endeudados en bienes no duraderos del 3,9 % de su renta, siendo el impacto de cerca del 10 % en el quintil de familias de menor renta (véase gráfico 1.8.1). La evidencia disponible apunta a que los hogares que cuentan con un colchón de liquidez más holgado¹⁶ estarían absorbiendo el impacto de la inflación mediante un menor ahorro, sin modificar su gasto en otras partidas. Por el contrario, los hogares que cuentan con una liquidez más escasa (mayoritariamente, los de rentas bajas) estarían compensando el aumento de los precios mediante la disminución¹⁷ de su gasto en bienes no energéticos¹⁷.

A esto habría que añadir el efecto asociado al aumento de la carga financiera para los hogares endeudados, resultado del aumento de los costes de financiación. Hasta ahora, la traslación de las subidas de los tipos de interés de mercado al coste medio de su deuda ha sido modesta (véase recuadro 1.2). De cara a los próximos trimestres, se espera la intensificación de esta traslación, que afectará en mayor medida a la capacidad de repago de las deudas de las familias. Se estima que un aumento del euríbor a doce meses de 300 pb incrementaría los gastos financieros netos de los hogares endeudados en un importe equivalente al 2,3 % de su renta, una vez que se actualicen las condiciones de los préstamos vivos a tipo variable (véase gráfico 1.8.1). Esta misma perturbación elevaría en 3,9 pp el porcentaje de hogares con deuda con carga financiera neta elevada¹⁸, hasta el 13,8 % (véase gráfico 1.8.2). Todos estos efectos tenderían a ser más intensos en los hogares endeudados de menor renta. Cabe señalar que el euríbor a 12 meses ya ha subido cerca de 325 pb en 2022, por lo que el efecto que ello tendrá sobre la carga financiera de los hogares será algo mayor a los impactos mencionados.

16 Los hogares que cuentan con un colchón de liquidez más holgado serían aquellos que disponen de suficiente liquidez (o alguna forma de obtenerla) para cubrir gastos imprevistos que asciendan a una cuantía equivalente a una mensualidad de los ingresos familiares. Véase la [Encuesta sobre Expectativas del Consumidor](#), elaborada por el BCE.

17 Véase [Martínez-Carrascal \(2022\)](#).

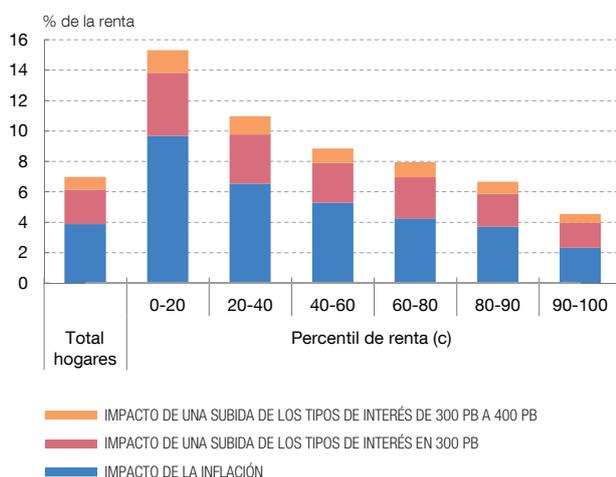
18 La carga financiera neta se considera elevada cuando la ratio (Gastos por servicio de la deuda - Ingresos por intereses de depósitos) / Renta del hogar es superior al 40 %.

Gráfico 1.8

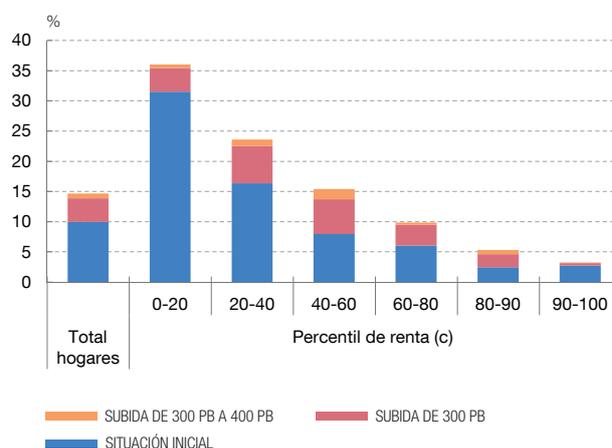
LA INFLACIÓN Y LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS SUPONEN UN MAYOR DETERIORO DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA PARA LOS HOGARES ENDEUDADOS CON RENTAS BAJAS

La inflación media acumulada durante 2021 y 2022 habría elevado, en promedio, el gasto de los hogares endeudados en consumo no duradero en un importe equivalente a algo menos del 4 % de su renta. Una subida de 300 pb en los tipos de interés de mercado aumentaría, en promedio, la carga financiera neta en un 2,3 % de su renta. Esta subida de los tipos de interés elevaría en casi 4 pp la proporción de hogares con carga financiera neta elevada. Todos estos efectos tenderían a ser más intensos para los segmentos de menor renta.

1 AUMENTO DEL GASTO DE LOS HOGARES ENDEUDADOS ASOCIADO A LA INFLACIÓN Y A LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (a) (b)



2 IMPACTO DE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN EL PORCENTAJE DE HOGARES ENDEUDADOS CON CARGA FINANCIERA NETA ELEVADA (b) (d)



FUENTES: Banco de España y Encuesta Financiera de las Familias (2017).

- a El impacto de la inflación se obtiene de multiplicar el consumo de bienes no duraderos por la inflación acumulada en 2021 y 2022, calculada a partir del promedio del índice armonizado de precios de consumo observado en 2021 y previsto para 2022 de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de octubre de 2022 del Banco de España.
- b El impacto de las subidas de los tipos de interés recoge la variación de la carga financiera neta (Gastos por servicio de la deuda – Ingresos por intereses de depósitos). Se supone que las subidas de los tipos de interés se trasladan completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable.
- c Los percentiles se definen para toda la muestra de hogares, tengan o no deudas.
- d La carga financiera neta se considera elevada cuando es superior al 40 % de la renta del hogar.

Adicionalmente, si se materializaran algunos de los escenarios de riesgo sobre la evolución económica comentados anteriormente, se podría producir una reducción de las rentas reales de los hogares a través del incremento del desempleo o de la mayor persistencia de la inflación, lo que agravaría su situación económica. Así, la mayoría de los hogares, independientemente de su nivel de renta, esperan desde marzo de 2022 un deterioro de su situación financiera en los doce próximos meses, de acuerdo con la encuesta mensual de la Comisión Europea sobre la confianza del consumidor¹⁹. Esta tendencia es más intensa en el cuartil de menor renta, cuyo indicador se situó en octubre de 2022 en niveles de deterioro superiores a los registrados al inicio de la pandemia, mientras que para

19 La encuesta mensual de confianza del consumidor de la Comisión Europea está disponible [aquí](#).

el cuartil de mayor renta este indicador está lejos del observado al comienzo de la crisis sanitaria²⁰.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

En los últimos meses, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) ha continuado reduciéndose, impulsado por el fuerte avance de los ingresos (véase gráfico 1.9.1). La última información disponible para el conjunto de las AAPP, correspondiente a junio, muestra una reducción del déficit de las AAPP, acumulado de doce meses y en porcentaje del PIB, de 2,3 pp con respecto al cierre de 2021, hasta situarse en el 4,6 %. En esa primera mitad del año, cabe destacar la evolución de los ingresos, que habrían continuado creciendo a tasas muy elevadas (superiores al 10 % interanual). Estos se habrían visto impulsados por la recuperación de la actividad y por el impacto del crecimiento de las variables nominales (precios y salarios). No obstante, en los últimos meses la recaudación habría vuelto a sorprender al alza en relación con sus determinantes macroeconómicos, aunque en menor medida que en los dos años anteriores. Desde el inicio de la crisis del COVID en 2020 y excluyendo el impacto negativo transitorio de las medidas de recorte de impuestos adoptadas en respuesta a la crisis energética, los ingresos en porcentaje del PIB habrían crecido algo más de 4 pp (véase gráfico 1.9.1)²¹. Los gastos, por su parte, apenas habrían crecido en los seis primeros meses del año en curso con respecto al mismo período del año anterior, compensándose las nuevas medidas derivadas de la guerra en Ucrania con la ausencia de determinados gastos extraordinarios realizados en 2021²².

En el futuro, harán falta medidas de consolidación (aumento de ingresos y/o recorte de gastos) para continuar reduciendo el déficit. Las últimas proyecciones del Banco de España, publicadas el pasado 5 de octubre²³, que incorporaban solo las medidas aprobadas hasta entonces, apuntaban a un déficit al final de 2022 en torno al 4,3 % del PIB, por debajo de la referencia del 5 % establecida por el Gobierno. Esto supone una moderación en el ritmo de descenso del desequilibrio de las cuentas públicas con respecto a los últimos meses. Esta moderación se mantendría en los años siguientes, permaneciendo dicho desequilibrio en el 4,3 % en 2024 (véase gráfico 1.9.1)²⁴. Reducciones adicionales

20 La Encuesta sobre Expectativas del Consumidor, elaborada por el BCE, señala una evolución similar. Véase [Martínez-Carrascal \(2022\)](#).

21 De los que tan solo 0,2 pp corresponderían a medidas de incremento de impuestos.

22 Como las prestaciones extraordinarias por los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y cese de actividad de autónomos ligados al COVID-19 o los 4,2 mm de euros en pérdidas estimadas por los avales concedidos durante la pandemia e imputados en la primera mitad de 2021.

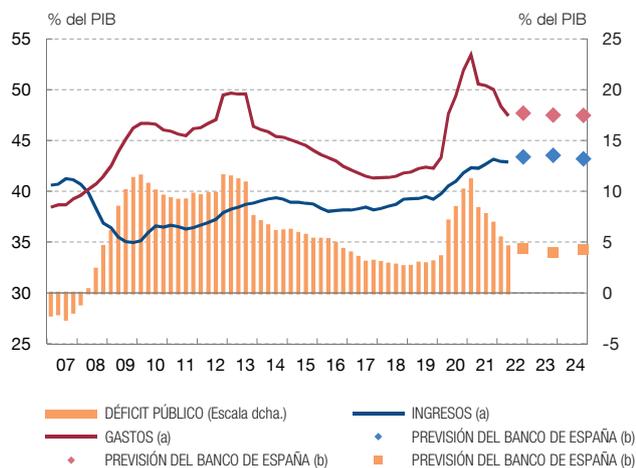
23 Véase el recuadro 1, «[Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2022-2024\)](#)», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

24 Las medidas anunciadas junto con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado de 2023 no alteran sustancialmente estas previsiones.

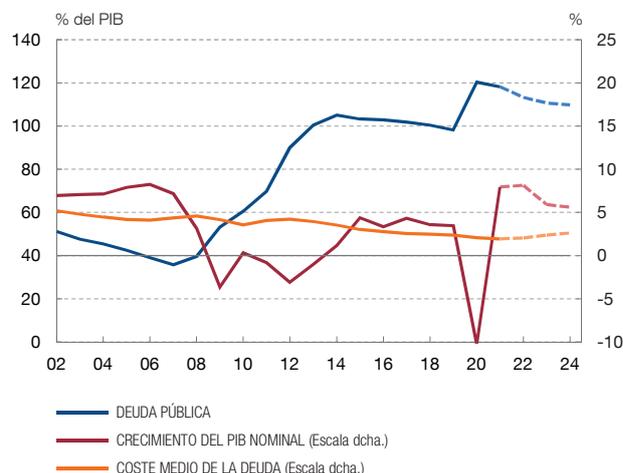
EL DÉFICIT PÚBLICO DE ESPAÑA CONTINUÓ REDUCIÉNDOSE, SI BIEN, EN AUSENCIA DE NUEVAS MEDIDAS, LAS FINANZAS PÚBLICAS ESPAÑOLAS PERMANECERÍAN EN EL MEDIO PLAZO EN UNA POSICIÓN DE VULNERABILIDAD

El déficit de las Administraciones Públicas se redujo 2,3 pp en la primera mitad de 2022, hasta el 4,6 % del PIB. Sin embargo, en ausencia de nuevas medidas, las mejoras adicionales en términos de déficit y deuda pública tenderán a agotarse, situando la economía española en una posición de vulnerabilidad, a medio plazo, ante posibles escenarios futuros de crisis económica o de aumentos en el coste de la deuda.

1 EVOLUCIÓN DEL SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN ESPAÑA



2 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN ESPAÑA (c)



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

- a Excluyendo estimación de los recursos del programa NGEU. Estos elevan transitoriamente ingresos y gastos, pero sin efecto en el déficit.
 b Tomadas de las «Proyecciones macroeconómicas del Banco de España», publicadas el 5 de octubre de 2022.
 c Con líneas discontinuas se muestran las proyecciones del Banco de España para 2022-2024.

requerirían nuevas medidas, por el lado de los ingresos o de los gastos, y se verían favorecidas por reformas estructurales que propiciaran un aumento del crecimiento potencial de la economía.

En términos de la evolución de la ratio de deuda sobre el PIB, se espera que el crecimiento del PIB nominal compense el déficit primario de las AAPP y la evolución del coste de la deuda hasta 2024 (véase gráfico 1.9.2). Así, en las últimas proyecciones del Banco de España, la ratio de deuda sobre el PIB de las AAPP españolas se reduciría desde el 118,4 % registrado en 2021 hasta el 109,9 % previsto para 2024. De entre los determinantes de la evolución de dicha ratio, el déficit primario de las AAPP contribuiría al alza en 5 pp. Sin embargo, esto se vería más que compensado por el mantenimiento, durante esos años, de tasas de crecimiento del PIB nominal relativamente elevadas, que se situarían claramente por encima del coste de la deuda, propiciando el descenso de la ratio de deuda sobre el PIB.

Sin embargo, la ausencia de medidas de consolidación situaría las finanzas públicas españolas en una posición de vulnerabilidad ante posibles escenarios

de crisis o de aumentos en el coste de la deuda, tanto coyunturales como de más largo plazo. La persistencia de un déficit estructural positivo continuaría presionando al alza sobre el nivel de endeudamiento público. Además, esto tendería a verse agravado en el medio y largo plazo por las crecientes demandas sociales relacionadas con el envejecimiento de la población y con los retos del cambio climático. Por otra parte, cabría esperar que el diferencial positivo entre el crecimiento del PIB nominal y el coste de la deuda tendiera a estrecharse, moviéndose hacia valores más próximos a su promedio histórico. El ya discutido endurecimiento de la política monetaria y su traslación a las condiciones financieras de mercado incrementan las probabilidades de una evolución más desfavorable de este diferencial, también en el corto plazo. Todos estos factores —coyunturales y estructurales— tenderían a elevar el nivel de deuda pública y, por tanto, a reducir el margen para afrontar posibles escenarios de crisis futuros.

La elevada vida media de la deuda pública y los instrumentos de política económica de los que se han dotado las instituciones europeas aportan un cierto margen temporal para afrontar los retos de la consolidación de las finanzas públicas en España en el momento más adecuado. Las últimas previsiones del Banco de España incorporaban ya un repunte considerable de los tipos de interés negociados en los mercados de deuda española²⁵. Sin embargo, debido a que solo algo más del 20 % de la deuda vence en los dos próximos años y que una parte de esta tiene tipos de interés superiores a los actuales, esto tan solo se traduce en un aumento estimado de 0,7 pp en el coste medio de la deuda pública española entre 2021 y 2024²⁶. Las medidas tomadas por las autoridades europeas —y, en particular, las adoptadas por el Eurosistema²⁷— contribuirán también a evitar situaciones de aumentos desordenados en los rendimientos exigidos a las AAPP españolas en los mercados financieros.

En el contexto actual de elevada inflación y endeudamiento público, las medidas de política fiscal han de ser focalizadas y de carácter temporal. Estas medidas deben centrarse en los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y en las empresas más vulnerables a esta perturbación. Además, las medidas no deben ser de carácter indefinido, para evitar un incremento adicional del déficit público estructural.

En paralelo, se hace necesario iniciar un proceso de consolidación fiscal que permita la reducción gradual de los desequilibrios fiscales actuales y

25 En el caso del tipo de interés a diez años de la deuda española, desde el 0,3%, registrado en media en 2021, al 3,6%, previsto para 2024.

26 Un aumento de 100 pb en la senda de tipos de interés esperados, tanto de corto como de medio y largo plazo, elevaría el incremento en el coste medio de la deuda de 2024 en 0,4 pp adicionales, situando la carga financiera de las AAPP en el 3,1 % del PIB al final del horizonte de proyección.

27 Entre las que cabe destacar la reinversión flexible de la cartera del PEPP y el nuevo «instrumento para la protección de la transmisión» (TPI, según sus siglas en inglés).

ganar margen de maniobra para poder reaccionar ante futuras perturbaciones. En este sentido, hay que tener en cuenta que el despliegue de los proyectos de inversión asociados al programa NGEU ya supone —incluso aunque la ejecución de dicho programa esté sufriendo algunos retrasos— un impulso fiscal apreciable. Por la tanto, la combinación de un uso intensivo de los fondos europeos —que no tiene efectos directos sobre el déficit público, pero sí positivos sobre la actividad económica— con el inicio del proceso de consolidación fiscal permitiría mantener un cierto apoyo a la actividad económica —que puede ser necesario en un contexto en el que todavía no se han alcanzado los niveles de PIB previos a la pandemia —mientras se inicia una reducción gradual del elevado déficit público estructural que actualmente presentan las finanzas públicas en España.

En todo caso, hay que enfatizar que compensar los efectos negativos de la perturbación de oferta que estamos sufriendo exige también una aplicación ambiciosa de políticas que incrementen las tasas de crecimiento de la productividad y del PIB potencial. El papel de los fondos NGEU puede ser, de nuevo, particularmente relevante para acompañar y financiar las reformas estructurales necesarias.

1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional

En el primer semestre de 2022, las entradas de capital en España fueron elevadas (92 mm), y superaron las adquisiciones netas de activos exteriores por parte de los residentes (80 mm). El principal destino de las compras netas de los inversores internacionales fueron los depósitos a corto plazo (68,1 mm), seguidos de los títulos de deuda de las AAPP a largo plazo (28,1 mm) —aunque desinvertieron en los de corto (17,6 mm)— y de la inversión directa en forma de acciones (11,9 mm).

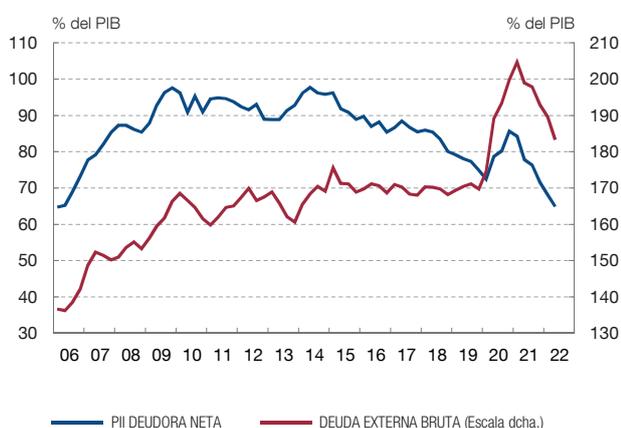
La posición de inversión internacional (PII) deudora neta de España ha seguido corrigiéndose hasta el 64,9 % del PIB en junio, el nivel más bajo desde el primer trimestre de 2006 (véase gráfico 1.10.1). Esta ratio es 6,6 pp menor que la de diciembre de 2021, de los que 3 pp se explican por el avance del PIB. A pesar de su reducción, este nivel todavía es elevado desde una perspectiva histórica y sobrepasa ampliamente el umbral que establece la Comisión Europea (CE) de alerta de desequilibrio macroeconómico²⁸. En términos de volumen, la PII deudora neta disminuyó gracias a los importes positivos de las transacciones financieras con el

28 La CE establece un **procedimiento de desequilibrios macroeconómicos** en el que se monitorean 14 indicadores, que generan una señal de alerta cuando se rebasan ciertos umbrales. En el caso de la PII deudora neta, este umbral se establece en el 35 % del PIB.

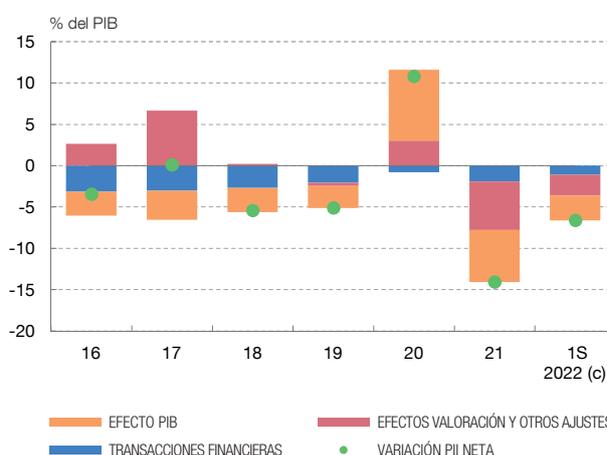
LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) DEUDORA NETA DE ESPAÑA Y LA DEUDA EXTERNA BRUTA HAN SEGUIDO CORRIGIÉNDOSE, EN TÉRMINOS DEL PIB, EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2022

La PII deudora neta de España ha continuado moderándose en la primera mitad de 2022, hasta situarse en el 64,9 % del PIB, el nivel más bajo desde el primer trimestre de 2006, como resultado de la favorable contribución de todos sus componentes. Por su parte, el volumen de la deuda externa bruta de la nación se redujo ligeramente en el primer semestre del año, lo que, unido al crecimiento económico, se tradujo en un descenso de su ratio sobre el PIB, si bien todavía es 13,5 pp superior al nivel registrado antes de la pandemia.

1 PII DEUDORA NETA Y DEUDA EXTERNA BRUTA (a) (b)



2 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII DEUDORA NETA (a)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores en manos de los agentes residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
 b La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros, a excepción de los fondos propios, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes).
 c Calculado sobre el PIB acumulado de cuatro trimestres.

exterior y, especialmente, a los efectos de valoración y otros ajustes (véase gráfico 1.10.2). El retroceso de las cotizaciones de los activos financieros en los mercados internacionales penalizó el valor de las tenencias de los residentes en el exterior, aunque la depreciación del euro mitigó en cierta medida este efecto. El retroceso del valor de los pasivos se explica fundamentalmente por el incremento de los tipos de interés de largo plazo, que redujo el valor de los títulos de deuda, particularmente de las AAPP.

La deuda externa bruta de la nación también siguió descendiendo en términos del PIB, aunque todavía se sitúa por encima de los niveles anteriores a la pandemia. La deuda externa bruta se redujo 9,7 pp del PIB en los seis primeros meses del año, hasta el 183,3%. La vulnerabilidad que supone este elevado endeudamiento externo se ve mitigado por la composición de los pasivos, ya que una parte muy elevada no es exigible a corto plazo, predomina la deuda del sector público y está denominada principalmente en euros y a tipo fijo. Sin embargo, el aumento de los costes de financiación en los mercados contribuye a reforzar esta vulnerabilidad.

