

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

La notable recuperación de la actividad económica en España en la segunda mitad de 2021 ha contribuido a reforzar la posición financiera de los agentes no financieros, tanto de los públicos como de los privados, aunque persisten sectores y segmentos con una situación más vulnerable que la de antes de la pandemia de COVID-19. A corto y medio plazo, se prevé que la recuperación económica continúe, aunque a un ritmo más lento como consecuencia del repunte de la inflación y del conflicto bélico en Ucrania. No obstante, las consecuencias económicas de la guerra están sujetas a una elevada incertidumbre. Si se materializaran los riesgos sobre la actividad económica, fundamentalmente de naturaleza global (como una mayor persistencia de la inflación de lo previsto, o un agravamiento de la situación sanitaria), la recuperación podría ser menos vigorosa de lo anticipado y se produciría un aumento del riesgo de crédito. La aversión al riesgo de los agentes también podría aumentar y la eventual persistencia de la inflación podría dar lugar a una retirada de los estímulos monetarios de los bancos centrales más rápida que lo que anticipan los inversores. Ambos factores podrían desencadenar correcciones de los precios de los activos más intensas que las observadas hasta la fecha y un endurecimiento de las condiciones de financiación, con implicaciones potencialmente adversas sobre la estabilidad financiera.

1.1 Entorno macroeconómico

1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

Durante la segunda mitad de 2021, se moderó el ritmo de recuperación de la actividad económica mundial, afectada por el agravamiento de la pandemia y por la persistencia de los cuellos de botella. El fuerte aumento de la incidencia del COVID-19 por la propagación de las variantes delta y ómicron, junto con la persistencia de los cuellos de botella que han afectado las cadenas globales de suministros durante 2021 frenó el crecimiento global en los últimos meses del año.

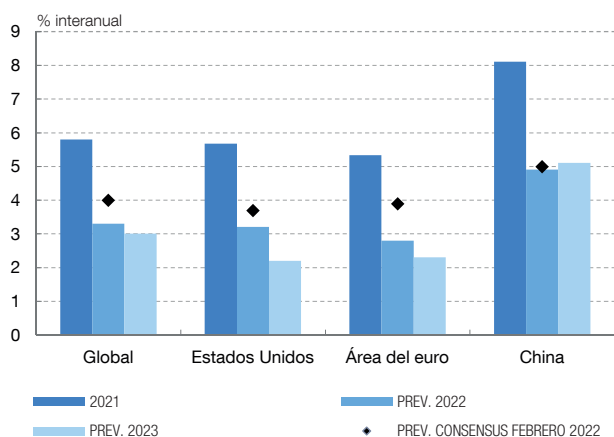
La invasión rusa de Ucrania ha acentuado las perspectivas de desaceleración de la actividad (véase gráfico 1.1.1). Las previsiones de crecimiento disponibles antes del estallido del conflicto bélico apuntaban ya a una desaceleración gradual de la actividad global en los próximos años, con revisiones a la baja para algunas regiones. Tras el fuerte rebote en 2021, estas perspectivas reflejaban las expectativas de una reducción de las políticas económicas de apoyo a medida que la crisis sanitaria daba paso a nuevos retos. Este factor dominaría a otros que habrían venido

Gráfico 1.1

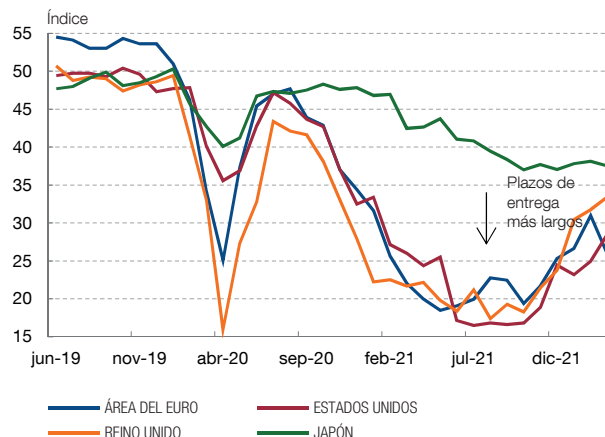
EN LA SEGUNDA MITAD DE 2021, LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL SE RALENTIZÓ Y LA INFLACIÓN SE INTENSIFICÓ, CON LA EXPECTATIVA DE QUE SE MANTENGA ELEVADA EN 2022

La expansión de la variante ómicron, la persistencia de cuellos de botella y los desajustes del mercado de trabajo en algunas economías, así como la ralentización de la economía china, explican la moderación del crecimiento económico mundial en la parte final de 2021. La tasa de inflación continúa en ascenso por factores que varían en importancia entre países. El conflicto entre Rusia y Ucrania introduce incertidumbre sobre las expectativas de crecimiento e inflación.

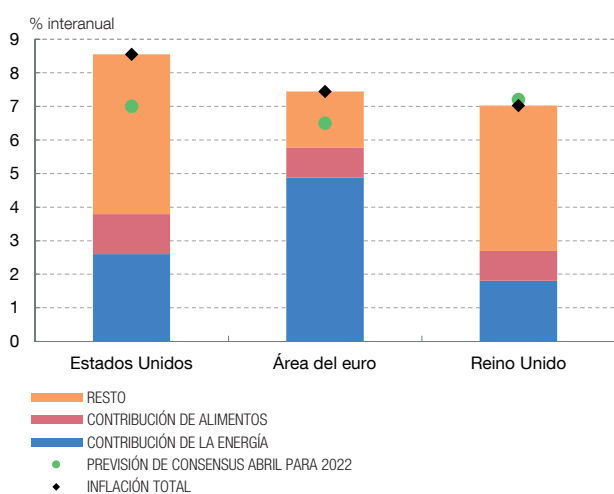
1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB (2021-2023)
Consensus Forecast abril 2022



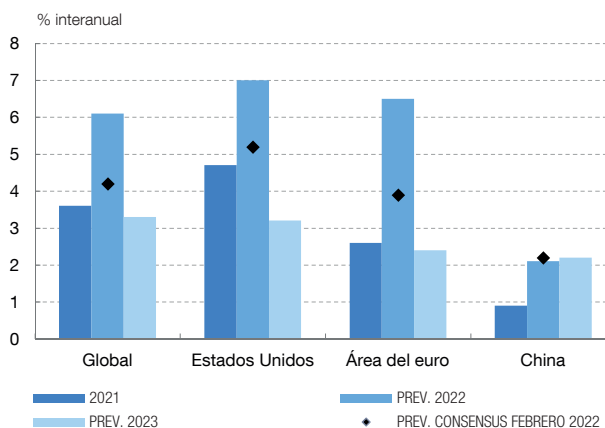
2 PMI MANUFACTURAS: PLAZO DE ENTREGA DE PROVEEDORES



3 CONTRIBUCIÓN DE ENERGÍA Y ALIMENTOS A LA INFLACIÓN GENERAL: MARZO DE 2022



4 PREVISIONES DE INFLACIÓN (2021-2023)
Consensus Forecast abril de 2022



FUENTES: IHS Markit, Estadísticas nacionales, Consensus Forecast, Eikon, Eurostat.

impulsando las expectativas de crecimiento en los meses anteriores, tales como las señales de superación de la ola de infecciones asociada a la variante ómicron o los signos incipientes de alivio de los cuellos de botella y abaratamiento de los costes de transporte (véase gráfico 1.1.2). La guerra en Ucrania, a la que los países occidentales han respondido con duras sanciones económicas contra Rusia y Bielorrusia (véase el recuadro 1.1), afecta de forma severa a dichas perspectivas a

través de varios canales: el incremento de la incertidumbre, que eleva las primas de riesgo y tiende a endurecer las condiciones financieras; el aumento del precio de las materias primas, en particular las energéticas; y los efectos sobre el comercio y la demanda mundial.

La inflación siguió aumentando a escala global en los últimos trimestres, impulsada por factores de diversa índole que se han visto agravados a raíz del estallido del conflicto bélico. En primer lugar, el precio de los combustibles fósiles disparó, en el último año, la contribución del componente energético a la inflación, sobre todo en Europa (véase gráfico 1.1.3). Por su parte, los alimentos experimentaron también un encarecimiento considerable, como resultado de los mayores costes de producción y de transporte, del estallido de la guerra en Ucrania y de la climatología adversa en algunas regiones. Además, la persistencia de los cuellos de botella en 2021 contribuyó a la intensificación de las presiones alcistas sobre los precios, en un contexto de repunte vigoroso de la demanda. Finalmente, en algunas economías —como Estados Unidos o el Reino Unido—, se han observado efectos de segunda ronda, materializados en incrementos importantes de los costes salariales, en particular en aquellos sectores más afectados por la pandemia.

Las previsiones de inflación para este año se han revisado sustancialmente al alza en casi todas las regiones, si bien la persistencia del repunte inflacionista dependerá en última instancia de variables cuya evolución resulta particularmente difícil de prever en el contexto actual. Los riesgos respecto a la evolución de los precios se encuentran también sesgados significativamente al alza, sobre todo en Europa por su dependencia del suministro energético de Rusia (véase gráfico 1.1.4). El conflicto bélico ha provocado un fuerte desplazamiento vertical de las curvas de futuros del gas y del petróleo, que descuentan que los precios se mantendrán muy elevados en 2022, pero que descenderán de manera progresiva el próximo año. La prolongación en el tiempo del episodio de alta inflación incrementa, asimismo, la probabilidad de efectos de segunda ronda sobre los salarios y las expectativas de inflación. Este último factor de riesgo parece especialmente relevante en Estados Unidos frente al área del euro, dada la menor holgura del mercado de trabajo y el incremento más generalizado por componentes de la inflación.

En el área del euro, el BCE ha revisado sustancialmente al alza sus perspectivas sobre la evolución de la inflación en los próximos trimestres. En su escenario base, el Ejercicio de Proyecciones Macroeconómicas (MPE) de marzo prevé que la tasa anual media de inflación se elevará hasta el 5,1 % en 2022 (desde el 2,6 % registrado en 2021), para moderarse posteriormente hasta el 2,1 % en 2023 y el 1,9 % en 2024. Por su parte, la inflación subyacente se mantendría relativamente elevada en 2022, alcanzando una tasa anual media del 2,6 %, pero se reduciría hasta el 1,8 % en 2023 y el 1,9 % en 2024. El MPE plantea, además, dos escenarios alternativos que contemplan una evolución más adversa del conflicto bélico en Ucrania y de sus implicaciones económicas. En particular, el escenario

más desfavorable asume, entre otros desarrollos, disrupciones más graves en las cadenas globales de valor, un empeoramiento adicional de las condiciones de financiación, y recortes en la oferta de petróleo y de gas natural, que podrían dar lugar a nuevos incrementos de los costes energéticos y de los precios de consumo de la energía, así como a un cierto desanclaje de las expectativas de inflación. En dicho escenario, la inflación general se elevaría hasta el 7,1 % en 2022 y el 2,7 % en 2023, descendiendo al final del horizonte de proyección hasta el 1,9 %. Más recientemente, las expectativas de inflación en 2022 para el área del euro según las proyecciones de Consensus de abril de 2022 se sitúan en el 6,5 %, un punto intermedio entre el escenario base y el más desfavorable dentro del ejercicio del MPE.

Más allá de la guerra y sus consecuencias para el crecimiento y la inflación, la evolución incierta de la pandemia constituye otro elemento de riesgo que condiciona las perspectivas económicas globales, que se verán influidas también por la acción de las políticas económicas. Las reducidas tasas de vacunación de los países en desarrollo y la posible aparición de nuevas variantes más dañinas que ómicron implican riesgos adicionales para la recuperación económica. En particular, las políticas restrictivas de Covid-Cero impuestas en países como China pueden prolongar en el tiempo los cuellos de botella en las cadenas de suministro global. De forma más general, el mantenimiento de incidencias elevadas de la enfermedad en otras geografías puede también desajustar la oferta y la demanda de la economía en distintos países. El crecimiento dependerá, en buena medida, de la adecuada calibración de las respuestas de las políticas fiscal y, particularmente, monetaria. Esta última deberá mantener su orientación de medio plazo, dada la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía mundial en la actualidad. En un contexto de elevado endeudamiento, el incremento de los costes de financiación podría someter a las familias y, particularmente, a las empresas a una presión adicional y, en el caso de las finanzas públicas, podría reducir el espacio de la política fiscal y obligar a los Gobiernos a adoptar estrategias de consolidación fiscal prematura.

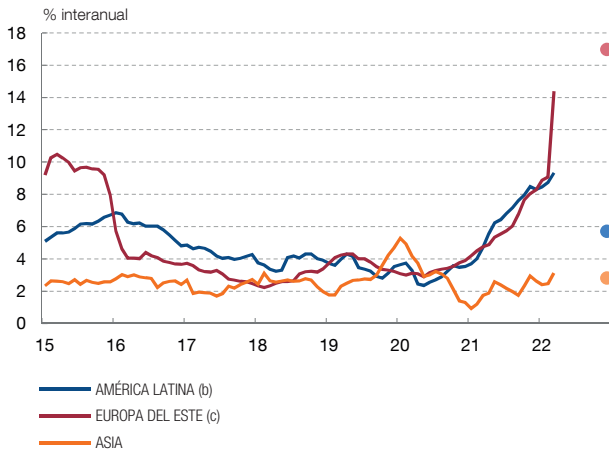
El endurecimiento de las condiciones financieras ya se ha dejado sentir en las economías emergentes. En los últimos meses se han producido caídas de las cotizaciones bursátiles, depreciaciones de los tipos de cambio, y aumentos de las primas de riesgo en los mercados emergentes. A este deterioro habrían contribuido tanto factores globales –expectativa de retirada de los estímulos monetarios en las economías avanzadas y riesgos geoestratégicos– como idiosincrásicos. Así, el aumento de la inflación observada y de la esperada en la mayor parte de las economías emergentes (véase gráfico 1.2.1) llevó a los bancos centrales a acelerar, desde mediados de 2021, el ciclo de subidas de tipos de interés oficiales (véase gráfico 1.2.2) y dio lugar a un fuerte repunte de los tipos de interés a largo plazo en moneda local –agudizado en algunos casos por tensiones sociales y políticas—. Por último, el endurecimiento de las condiciones financieras, junto a la retirada total o parcial de los planes de apoyo al crédito en la mayoría de estas

Gráfico 1.2

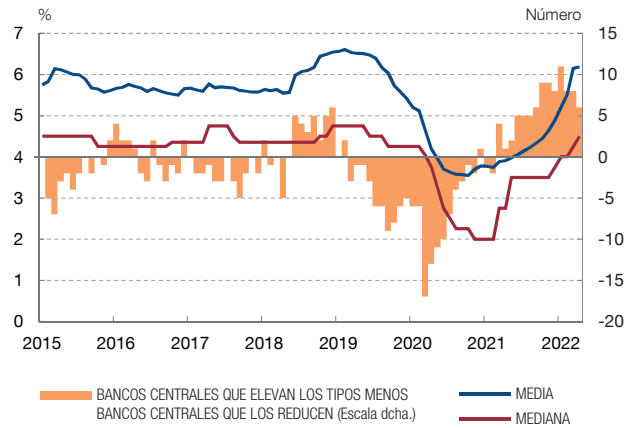
EL AUMENTO DE LA INFLACIÓN POR ENCIMA DE LO ESPERADO PRESIONA AL ALZA LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN EL CONJUNTO DE ECONOMÍAS EMERGENTES, MIENTRAS EL CRÉDITO SIGUE PERDIENDO DINAMISMO

La inflación sorprendió al alza en 2021 en las economías emergentes, salvo en Asia, lo que impulsó un endurecimiento adicional de la política monetaria. El crecimiento del crédito se moderó ante la retirada total o parcial de los planes de apoyo públicos en la mayoría de estas economías. En Turquía, la lira se depreció significativamente en octubre y noviembre, y el banco central redujo sus tipos oficiales a pesar de la elevada inflación.

1 INFLACIÓN (a)



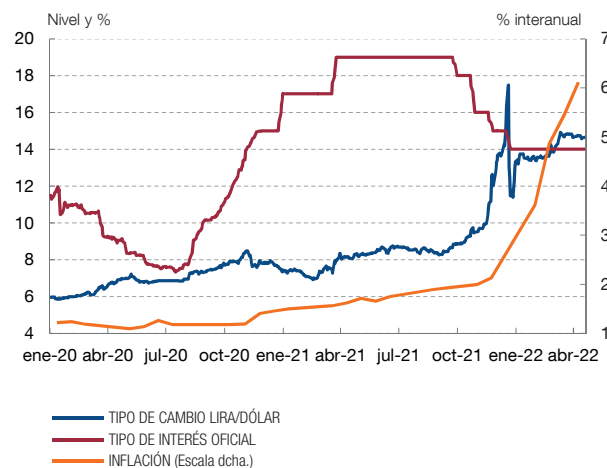
2 ECONOMÍAS EMERGENTES: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



3 TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



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



FUENTES: Refinitiv, Consensus Forecats y Estadísticas nacionales.

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

economías, propiciaron una desaceleración del crédito bancario, con posibles efectos adversos sobre la actividad económica (véase gráfico 1.2.3).

El impacto sobre las economías emergentes del conflicto bélico en Ucrania, combinado con un endurecimiento de las condiciones financieras, podría ser muy adverso. En primer lugar, una caída de la demanda global afectaría

especialmente a aquellas economías más abiertas y con una mayor integración en las cadenas globales de valor (por ejemplo, México), y, en particular, a aquellas con vínculos más estrechos con los países de la UE y con los países en conflicto, como las economías de Europa del Este y Turquía. En segundo lugar, un aumento en la aversión al riesgo puede endurecer las condiciones financieras globales y conducir a una apreciación del dólar, con efectos adversos sobre las entradas de capital a las economías emergentes, de mayor intensidad en las economías más vulnerables (como Turquía, por su posición exterior, y Brasil, en el terreno fiscal). En tercer lugar, el aumento del precio de las materias primas derivado de la guerra dañaría a las economías importadoras más dependientes, como Turquía, mientras que podría tener un efecto favorable en los países exportadores de América Latina —Brasil, Colombia o Chile—, algo que ya recogen parcialmente los mercados financieros. Sin embargo, este aumento en los precios de las materias primas también podría agudizar las presiones inflacionistas en estos países y conducir a aumentos mayores que los esperados en los tipos de interés oficiales. Finalmente, Turquía también está sujeta a un mayor riesgo geopolítico debido a su posición geográfica y su pertenencia a la OTAN. Además de estos efectos derivados del conflicto bélico, las economías emergentes afrontan el riesgo de que una retirada de estímulos monetarios en las economías avanzadas más rápida e intensa que la esperada, afecte severamente a sus condiciones financieras al inducir una apreciación adicional del dólar (véase el recuadro 1.2). Por último, otros riesgos para las economías emergentes podrían ser una evolución desfavorable de la pandemia o una desaceleración más acusada de lo esperado de la economía china.

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**, durante el segundo semestre de 2021 se detuvo el proceso de recuperación económica que se había observado en la primera parte del año, con una caída intertrimestral del PIB en el tercer trimestre y una variación nula en el cuarto. Además, las presiones inflacionistas —con la inflación subyacente situándose por encima del 7 % a finales de 2022, su valor más alto en los últimos veinte años— han llevado a que el banco central endurezca su política monetaria. Por su parte, se moderaron las caídas del crédito bancario observadas en los últimos trimestres, en un contexto en el que los bancos mantienen bajas tasas de morosidad y altos ratios de capital y de liquidez.

La economía de **Brasil**, tras dos trimestres de recesión, registró un crecimiento moderado a finales de 2021. Con todo, las perspectivas para el año en curso han empeorado sustancialmente por la elevada inflación, superior al 10 % a finales de 2021. Este empeoramiento ha motivado que el banco central elevara el tipo de interés oficial en 975 puntos básicos (pb) desde el primer trimestre de 2021, hasta situarlo en marzo de 2022 en el 11,75 %, su nivel más alto desde mayo de 2017. Por su parte,

el déficit público se ha reducido por el fin de los programas de apoyo implementados durante la pandemia, sin que se hayan tomado medidas de ajuste más estructurales. La deuda pública se ha situado por debajo del 90 %, pero su servicio —muy ligado a la evolución del tipo de interés oficial y a la inflación— se ha encarecido sustancialmente. En cuanto a la evolución del crédito bancario, la finalización de la mayoría de los programas de apoyo aprobados en 2020 ha dado lugar en los últimos meses a crecimientos prácticamente nulos en términos reales.

En **Turquía**, en la segunda mitad de 2021 la economía siguió mostrando un gran dinamismo, que vino acompañado por un fuerte agravamiento de algunos de sus principales desequilibrios, a raíz de la relajación de la política monetaria. Entre septiembre y diciembre, el banco central de Turquía recortó cuatro veces su tipo de interés de referencia, por un total acumulado de 500 pb, hasta situarlo en el 14 % (véase gráfico 1.2.4). La consiguiente depreciación de la lira frente al dólar, del 37 % en el último trimestre de 2021, en conjunción con el resto de los factores que están impulsando la inflación globalmente, ha dado lugar a un repunte histórico de la inflación de Turquía, hasta el 61,1 % interanual en marzo. Con el objetivo de enfrentar las presiones depreciatorias sobre la lira, el banco central llevó a cabo nuevas intervenciones en el mercado de divisas, que mermaron aún más sus ya escasas reservas (que se hicieron más negativas en términos netos). Finalmente, en diciembre del pasado año el banco central anunció una nueva estrategia de «liraización» que tiene por objeto incentivar la utilización de la lira en lugar de las monedas extranjeras en el sistema financiero turco y reducir así la vulnerabilidad cambiaria¹. Además, el banco central ha anunciado que monitorizará el crecimiento del crédito con el objetivo de mantener limitado el dirigido a hogares e incentivar el empresarial, especialmente el destinado a financiar la inversión que ayude a las exportaciones y a la creación de empleo.

1.1.2 España

Tras su aceleración en la segunda mitad de 2021, la economía española moderará su crecimiento en 2022, debido fundamentalmente al impacto sobre el consumo privado de la persistencia de la inflación en niveles elevados, que se ha agravado por la guerra en Ucrania. Los efectos económicos del aumento de infecciones por la variante ómicron se prevé que hayan sido de menor intensidad que los ocasionados por olas anteriores, gracias al avanzado proceso de vacunación y a la menor severidad de las restricciones. Sin embargo, la persistencia de la

¹ Así, se ha creado un nuevo tipo de depósitos en liras protegido de variaciones en el tipo de cambio. Se trata de depósitos a plazos de hasta doce meses dirigidos a las familias (no a las empresas), y no sujetos a retención fiscal, que reciben, bajo el compromiso de mantenimiento durante tres meses, una compensación por el diferencial entre la depreciación cambiaria (entre el día de establecimiento del depósito y el de la retirada) y el tipo de interés ofrecido sobre el depósito. Por el momento no se han dado detalles de cómo se financiará este esquema, aunque se espera que el Tesoro asuma ese riesgo.

inflación en niveles elevados está erosionando la renta de las familias y restando dinamismo a la recuperación de su consumo.

El conflicto bélico en Ucrania previsiblemente debilitará el crecimiento económico en el corto plazo en Europa y en España a través de varios canales, que están interrelacionados entre sí. El primero de ellos, que ya estaría operando, es el fuerte aumento de los precios energéticos y de otras materias primas y su traslación a los costes de las empresas y los precios de consumo, que afectarán a las decisiones de inversión y de gasto, limitando el crecimiento económico. El segundo de estos canales opera a través de los mercados financieros internacionales, y está vinculado con la posibilidad de que se produzcan caídas de los precios de las acciones, ascensos de las primas de riesgo de crédito y una apreciación del dólar. A estos efectos, se podrían unir los asociados a la pérdida de la confianza de empresas y familias por una prolongación de las implicaciones económicas de la guerra. El último canal despliega sus efectos a través de las exposiciones comerciales y financieras entre países. La exposición directa de España a Rusia y Ucrania es muy limitada, si bien algunos países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) con los que nuestra economía mantiene mayores relaciones están expuestos en mayor medida a ambos países, por lo que una caída de su demanda podría afectar a nuestras exportaciones. Además, algunos sectores concretos de la economía española dependen en mayor medida de las importaciones de estos dos países, en particular de algunos cereales y fertilizantes, por lo que afrontarán posiblemente un encarecimiento de estas materias primas.

Estos factores derivados de la guerra de Ucrania suponen una revisión a la baja de las perspectivas económicas para 2022, si bien otros elementos actuarán de soporte para el crecimiento económico. Se prevé que el PIB finalice el año 2022 casi 2 pp por debajo del nivel anterior a la crisis del COVID-19 (véase gráfico 1.3.1)². Ello sería posible, al menos parcialmente, gracias a la utilización del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia —que permitiría suavizar el impacto de las altas tasas de inflación sobre su poder adquisitivo, además de favorecer la materialización de sus decisiones de gasto e inversión—. Sin embargo, este factor no afectaría por igual a todos los hogares, ya que aquellos con rentas más bajas, y mayor propensión marginal a consumir, no habrían podido ahorrar en igual medida durante la pandemia. Otros factores relevantes que apoyarían la recuperación serían la ejecución de los proyectos relacionados con el NGEU, y, dependiendo de la gestión de la pandemia en algunos países como China, la dilución paulatina de las alteraciones en las cadenas de suministro globales que, no obstante, podrían continuar en algunos

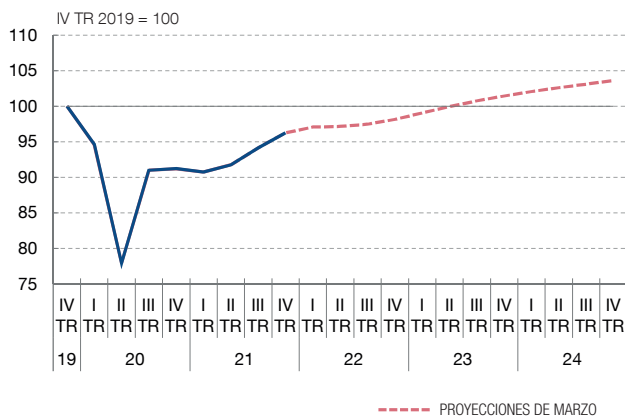
2 Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

Gráfico 1.3

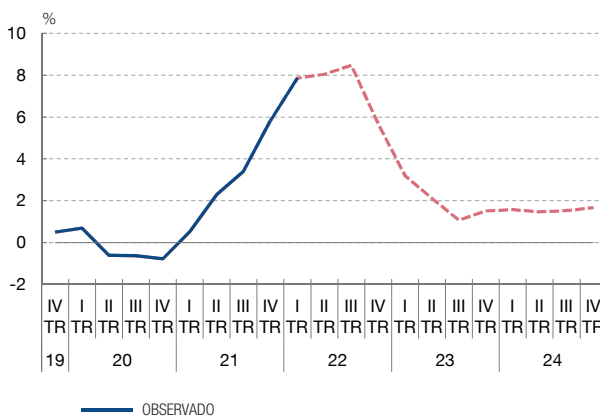
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA MODERARÁ SU CRECIMIENTO EN LA PRIMERA MITAD DEL AÑO, AFECTADA POR LA PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN EN NIVELES ELEVADOS Y LAS IMPLICACIONES ECONÓMICAS DE LA GUERRA EN UCRANIA

Las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania intensificarán y prolongarán el aumento que venía observándose en los precios energéticos y de otras materias primas antes de la invasión, lo que afectará a las decisiones de consumo e inversión de familias y empresas y limitará el crecimiento económico. Aunque la exposición directa comercial y financiera de España a Rusia y Ucrania es muy reducida, algunos de nuestros principales socios comerciales en la UEM están más expuestos a ambos países, por lo que una caída de su demanda podría lastrar nuestras exportaciones. En sentido contrario, otros factores actuarán de soporte para el crecimiento económico, como la liberación parcial de la bolsa de ahorro generada por las familias durante la pandemia, el desarrollo de los proyectos vinculados al NGEU y cierta normalización de los ingresos turísticos.

1 PIB REAL DE ESPAÑA. NIVEL (a)



2 INFLACIÓN GENERAL (a)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Se representan las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo de 2022, cuya fecha de cierre fue el 31 de marzo de este año.

sectores para los que Rusia y Ucrania son importantes proveedores de insumos. Asimismo, la recuperación gradual de los flujos turísticos supondrá un estímulo adicional de la actividad.

En el medio plazo, el crecimiento de la economía española está sometido a riesgos a la baja, entre los cuales sobresalen, una vez más, los efectos económicos de la invasión de Ucrania. Aunque se prevé que la inflación se modere significativamente desde finales de este año (véase gráfico 1.3.2), distintos factores podrían explicar que se mantuviera por encima de lo proyectado. Una eventual prolongación del conflicto bélico y las posibles represalias de Rusia a las sanciones económicas impuestas podrían hacer persistente el incremento de los precios de la energía, en particular del gas y del petróleo. Esto incidiría negativamente sobre la actividad de algunos de nuestros principales socios comerciales y, por tanto, sobre las exportaciones españolas. Por otro lado, la escasez creciente de mano de obra y materiales, más acentuada en algunas ramas de actividad, puede terminar generalizándose al resto de la economía, como está ocurriendo en diversos países de nuestro entorno. Si las presiones

sobre los costes acaban trasladándose plenamente a los precios finales, las mayores demandas salariales podrían desencadenar efectos de segunda ronda de una intensidad notable, lo que se traduciría en un repunte inflacionista más acusado y más prolongado que el anticipado hasta ahora. Ello supondría una mayor erosión de las rentas reales de los hogares, lo que acabaría lastrando su consumo, y la demanda de inversión y de empleo de las empresas. El recuadro 1.3 considera escenarios macroeconómicos para España, dentro de un cuadro económico global, con un grado elevado de materialización de estos riesgos. Estos escenarios adversos están, por tanto, significativamente alejados de las expectativas centrales, pero constituyen un marco útil y necesario para medir la capacidad de resistencia de los intermediarios financieros a pérdidas inesperadas, como se hace en el capítulo 2 de este IEF para el sector bancario español.

También siguen existiendo riesgos relevantes a la baja asociados a la pandemia y sus repercusiones económicas. En particular, pueden surgir nuevas variantes del COVID-19 más transmisibles, dañinas y resistentes a las vacunas, lo que podría propiciar nuevas olas epidémicas y la reinstauración de medidas con implicaciones negativas sobre la actividad. Por el contrario, si la situación sanitaria mejora más rápido de lo anticipado, el crecimiento económico podría verse impulsado por el aumento de la confianza de los agentes para ejecutar sus planes de gasto y de inversión. Algunas características estructurales de la economía española, como la importancia de las pymes o del sector servicios, aumentarían la sensibilidad a los potenciales desarrollos adversos de la pandemia de COVID-19.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

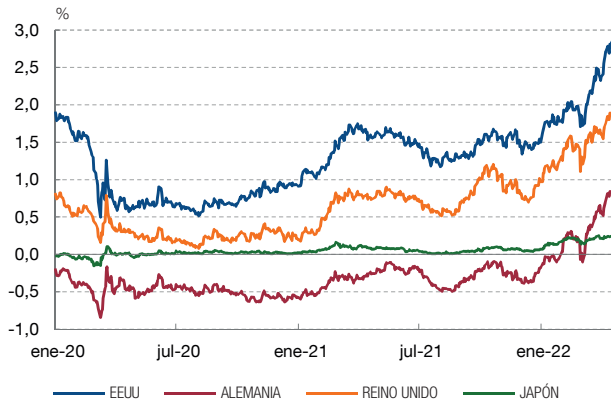
Las rentabilidades a largo plazo de la deuda soberana de elevada calidad crediticia repuntaron significativamente desde finales de 2021 como consecuencia fundamentalmente de las expectativas de un endurecimiento más rápido de las políticas monetarias en las economías avanzadas que el que habían anticipado previamente los mercados financieros. El tono menos acomodaticio adoptado en la comunicación de las autoridades monetarias a raíz de la intensificación de las presiones inflacionistas ha hecho que los inversores anticipen una retirada más rápida de los estímulos monetarios, especialmente en el caso de Estados Unidos. Ello ha llevado a un aumento de la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo, que se situaba en la fecha de cierre de este informe en los niveles más elevados desde diciembre de 2018 (véase gráfico 1.4.1). La evidencia disponible apunta a que una parte del aumento de la rentabilidad en las economías que se encuentran comparativamente más retrasadas en el ciclo, como la UEM, no se explicaría por factores internos. Por el contrario, parte de

Gráfico 1.4

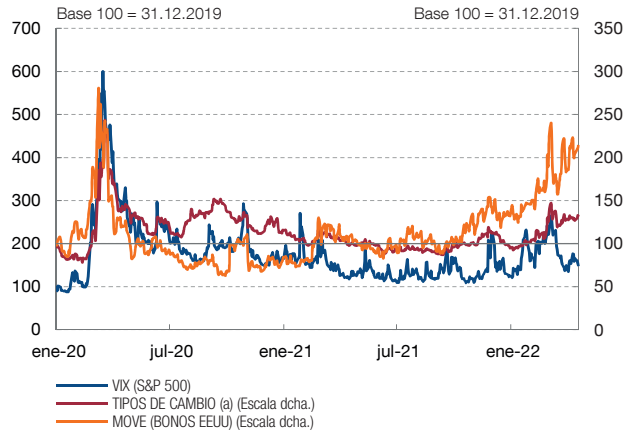
DURANTE LOS ÚLTIMOS MESES SE HAN ELEVADO LAS RENTABILIDADES DE LA DEUDA A LARGO PLAZO DE MAYOR CALIDAD Y HAN RETROCEDIDO LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS CON RIESGO

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad se han incrementado significativamente desde finales de 2021 como consecuencia del tono menos acomodaticio previsto de las políticas monetarias. Las primas de riesgo soberanas y las corporativas se han elevado condicionadas también por los cambios en las expectativas de política monetaria. El repunte de los tipos de interés a largo plazo y la guerra en Ucrania han afectado negativamente a la evolución de los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas, que, después de alcanzar máximos históricos en enero, han registrado descensos. Tras el estallido de la guerra en Ucrania se produjo una fuerte caída de los índices bursátiles y un repunte de su volatilidad, si bien estos movimientos han revertido posteriormente. La volatilidad de los precios de los bonos y de los tipos de cambio se mantiene, no obstante, en niveles elevados.

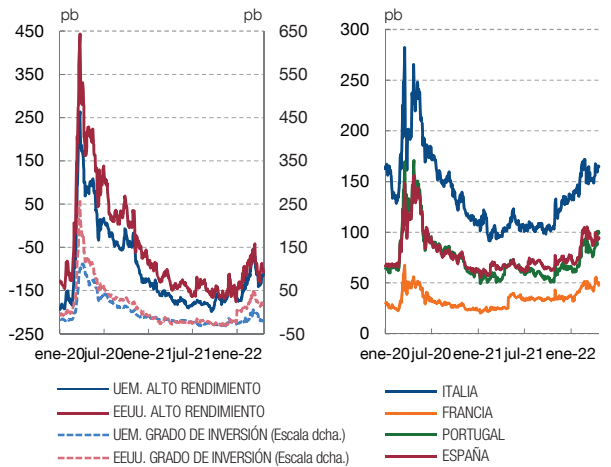
1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



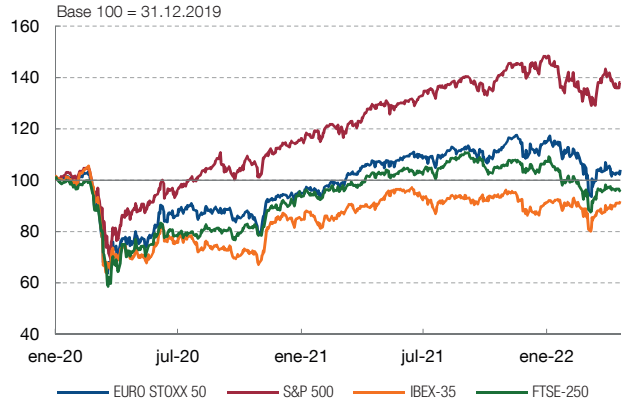
2 VOLATILIDADES IMPLÍCITAS



3 DESVIACIONES CON RESPECTO A SU MEDIA HISTÓRICA DE LOS DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP (IZDA.) (b) Y DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA (DCHA.)



4 ÍNDICES DE BOLSA



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Promedio de las volatilidades a tres meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.
- b 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. Las desviaciones están calculadas respecto a la media histórica entre 1998 y 2022.

este aumento habría estado condicionado por determinantes externos y, en particular, por los cambios en las expectativas de política monetaria en Estados Unidos, lo que sería coherente con el importante papel que esta desempeña en las condiciones financieras globales³. Esta evolución ha venido acompañada,

3 Véase recuadro 4, del «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 1/2022, Banco de España.

además, de un aumento de la volatilidad implícita de los precios de la deuda soberana, que repuntó con fuerza tras la invasión rusa de Ucrania y se moderó posteriormente, aunque sigue en niveles históricamente elevados (véase gráfico 1.4.2).

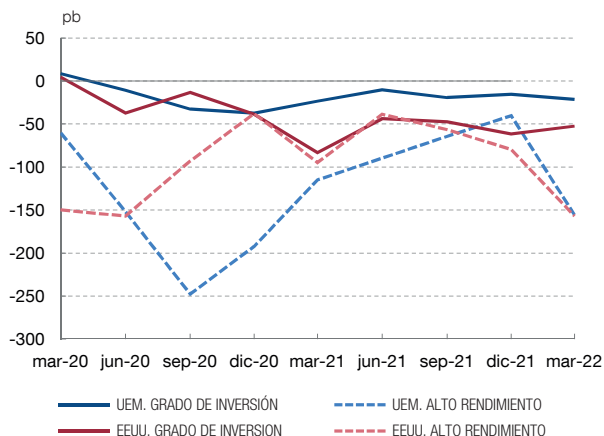
La expectativa de una retirada de los estímulos monetarios más rápida de lo esperado en las economías avanzadas se ha traducido en repuntes de los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana en la UEM y de las primas de riesgo de crédito corporativas. Los diferenciales de rentabilidad a largo plazo de las deudas soberanas de la UEM frente a la referencia alemana se han situado en los niveles más elevados desde mediados de 2020 y por encima de los registros anteriores a la pandemia (véase gráfico 1.4.3). El incremento desde principios de año ha sido más acusado en las economías con mayores rentabilidades como Grecia (desde los 149 pb hasta los 202 pb) e Italia (desde los 136 pb hasta los 166 pb) y más moderado en otras como España (desde los 77 pb hasta los 95 pb). Por su parte, las primas de riesgo de crédito corporativas también han aumentado en los últimos meses y, en particular, en el segmento de alto rendimiento, situándose asimismo por encima de los niveles anteriores a la crisis sanitaria.

Los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas, después de alcanzar máximos históricos a principios de enero de 2022, han experimentado descensos en los meses posteriores. Las cotizaciones de las acciones se vieron impulsadas en el período de octubre-enero por la publicación de los beneficios empresariales mejores de lo esperado correspondientes a los dos últimos trimestres de 2021. Esta tendencia se vio truncada posteriormente fundamentalmente como consecuencia del aumento de los tipos de interés a largo plazo, que ha incidido negativamente sobre los precios de las acciones en la medida en que eleva la tasa a la que se descuentan los dividendos futuros (véase gráfico 1.4.4). El aumento de las tensiones geopolíticas en el este de Europa y la posterior invasión rusa de Ucrania contribuyeron en un primer momento a intensificar la evolución descendente de los índices bursátiles, especialmente en el caso de los europeos, y a elevar notablemente su volatilidad. No obstante, posteriormente se ha observado una recuperación de los precios de las acciones y una moderación de su volatilidad (véase gráfico 1.4.2). En la fecha de cierre de este Informe, el índice EURO STOXX 50 y el S&P 500 acumulaban, desde principios de año, unas pérdidas del 9,3 % y 6,4 %, respectivamente, mientras que el IBEX-35 ha ascendido de forma moderada (0,6 %). Las cotizaciones del sector bancario, al igual que los sectores más cíclicos, han mostrado una elevada sensibilidad a las tensiones geopolíticas con intensas caídas en las dos primeras semanas tras el estallido de la guerra. Concretamente, entre el día 23 de febrero y el 8 de marzo, se registraron descensos del 24,1 % en el EURO STOXX Bancos y del 13,4 % en el subíndice de bancos de la Bolsa de Madrid. Más recientemente, las cotizaciones de los bancos han recuperado una parte importante de las pérdidas.

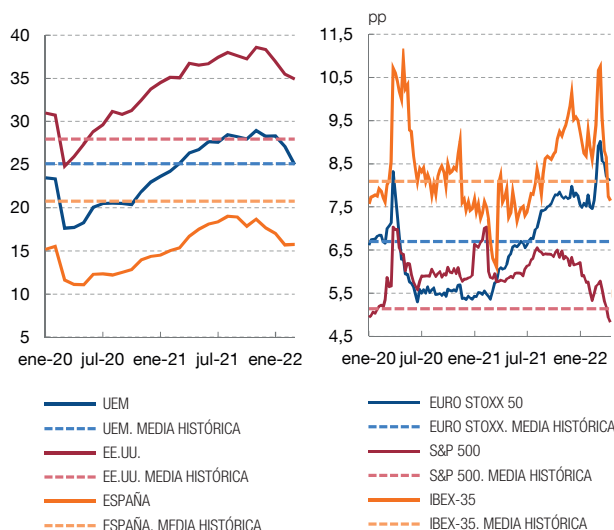
LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS CON RIESGO SE MANTIENEN EN NIVELES ELEVADOS EN RELACIÓN CON ALGUNOS DE SUS DETERMINANTES

Las primas de riesgo de crédito corporativo se encuentran todavía por debajo del nivel que sugiere su relación histórica con determinantes como el valor esperado de la empresa y la incertidumbre en torno a este, el apalancamiento o la aversión al riesgo. Por su parte, los precios de las acciones en las bolsas de Estados Unidos se sitúan en cotas históricamente elevadas en comparación con los beneficios de las empresas cotizadas en términos ajustados al ciclo. Las primas de riesgo bursátiles se han reducido tras el repunte observado al comienzo de la invasión rusa de Ucrania y, en algunos casos, se sitúan por debajo de su media histórica.

1 DESVIACIONES DE LA PRIMA DE RIESGO DE CRÉDITO CORPORATIVA RESPECTO A DETERMINANTES TRADICIONALES (a)



2 PER AJUSTADO AL CICLO (IZDA.) (b) Y PRIMA DE RIESGO BURSÁTIL (DCHA.) (c)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Se presenta la diferencia entre la prima de riesgo de crédito corporativo observada y la predicha por un modelo de valoración de bonos corporativos basado en cuatro factores: el valor esperado de las empresas, la incertidumbre alrededor de este valor, el apalancamiento del sector corporativo, y el grado de aversión al riesgo de los inversores. Para más detalles, véase J. Galvez e I. Roibás, «Asset price misalignments: an empirical analysis», Documentos de Trabajo, Banco de España (próximamente).
- b El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de diez años de los beneficios. Las medias históricas están calculadas para el período 1997-2021.
- c La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas. Para más detalles, véase de R. J. Fuller y C.C. Hsia (1984), «A simplified common stock valuation model», *Financial Analysts Journal*. Las medias históricas están calculadas para el período 2006-2021.

Una duración prolongada del conflicto bélico en Ucrania y/o nuevas escaladas de las tensiones asociadas al mismo podrían generar episodios adicionales de inestabilidad en los mercados financieros internacionales. La materialización de estos riesgos aumentaría la preocupación de los inversores sobre las perspectivas macroeconómicas y la situación económica y financiera de las empresas a través de los distintos canales comentados en los primeros epígrafes de este capítulo. Todo ello podría desencadenar retrocesos de los precios de los activos con riesgo.

Por otro lado, una retirada de los estímulos monetarios de los bancos centrales más rápida que la esperada actualmente por los inversores podría elevar en mayor medida los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo y desencadenar nuevas correcciones en los precios de los activos. Este escenario podría ocurrir si se materializan algunos riesgos al alza sobre la inflación comentados en las

primeras secciones de este capítulo. El posible incremento de las rentabilidades podría trasladarse con más intensidad a los bonos corporativos, ya que estos presentan todavía unas primas de riesgo bajas de acuerdo con su relación histórica con sus determinantes habituales (véase gráfico 1.5.1). Por lo que se refiere a las acciones, a pesar de las caídas recientes, sus precios se mantienen todavía en algunas geografías en niveles históricamente elevados en comparación con los beneficios de las empresas, en términos ajustados al ciclo (véase gráfico 1.5.2). En gran medida, ello es un reflejo de los bajos tipos de interés ya que, en estos casos, las primas de riesgo se encuentran cercanas a sus medias históricas. En este sentido, repuntes adicionales en los tipos de interés a largo plazo podrían conducir a nuevas reducciones de las cotizaciones bursátiles.

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

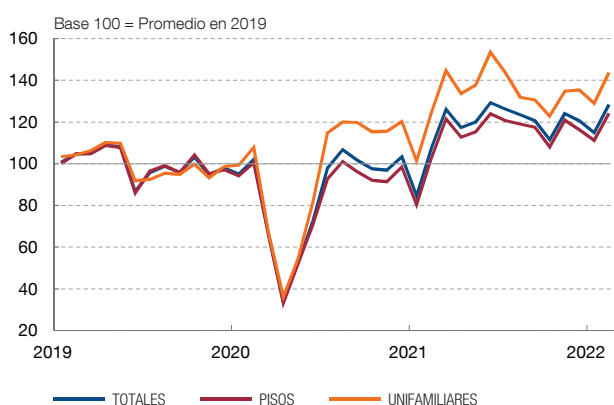
Las compraventas de vivienda se mantuvieron en el segundo semestre de 2021 en torno a las mismas cifras de la primera mitad de año, y representan los registros más altos desde principios de 2008, mientras que la oferta ha avanzado en menor medida, desarrollos que se habrían extendido en los comienzos del presente año. En el conjunto de 2021, las transacciones de vivienda

Gráfico 1.6

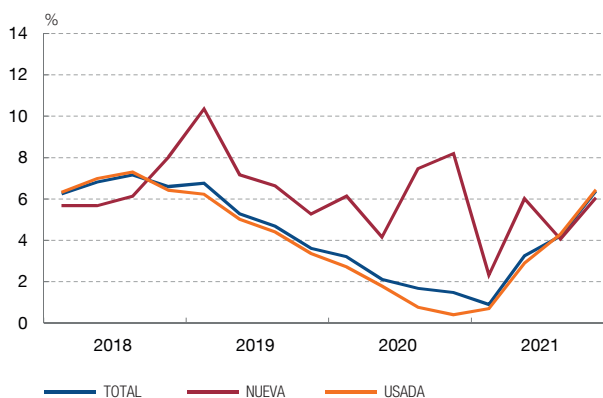
TRAS SU FUERTE REPUNTE EN EL CONJUNTO DE 2021, LAS COMPRAVENTAS DE VIVIENDA A COMIENZOS DE 2022 SE SITUAN MUY POR ENCIMA DE SUS NIVELES PREPANDÉMICOS, EN UN CONTEXTO DE OFERTA DE OBRA NUEVA REDUCIDA Y ACELERACIÓN DE LOS PRECIOS

Entre los factores que hay detrás del notable dinamismo de las compraventas en el conjunto de 2021 y sus niveles relativamente elevados en los primeros meses de 2022, se encuentran la mejora de la situación económica y sanitaria, las holgadas condiciones financieras, y la toma de decisiones de compra postergadas con la irrupción de la pandemia. El ritmo de iniciación de viviendas continuó adoleciendo de un dinamismo relativamente reducido. Con ese trasfondo, el precio medio de la vivienda se aceleró hasta el cuarto trimestre de 2021.

1 COMPRAVENTAS DE VIVIENDA (a)



2 PRECIOS DE LA VIVIENDA
Variación interanual



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

a Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario. El último dato de compraventas escrituradas corresponde a febrero de 2022.

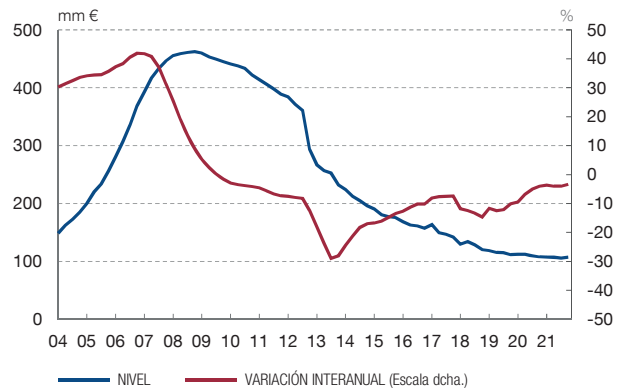
EL SALDO DE CRÉDITO HIPOTECARIO RESIDENCIAL CRECE A UN RITMO MUY MODERADO, MIENTRAS QUE EL DEL CRÉDITO A LA CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN SIGUE DESCENDIENDO

En el segundo semestre de 2021, las nuevas operaciones de crédito hipotecario residencial se mantuvieron en torno a los mismos niveles de la primera mitad de año, que son los más elevados desde 2010. Ello llevó a que el saldo de este crédito siguiera creciendo, aunque a una tasa muy moderada. Por su parte, el saldo de crédito a la construcción y promoción inmobiliaria mantuvo la tendencia descendente, si bien el ritmo de caída es cada vez menor.

1 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO NUEVO PARA LA COMPRA DE VIVIENDA Y DEL SALDO HIPOTECARIO (a)



2 EVOLUCIÓN DE CRÉDITO A CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La serie de nivel del crédito nuevo para la compra de vivienda (escala izquierda) refleja en miles de millones de euros el valor del crédito nuevo acumulado al final de cada trimestre. La serie de saldo de crédito hipotecario (escala derecha) refleja en mm de euros el valor del saldo de crédito hipotecario acumulado al final de cada trimestre.
- b Datos trimestrales. La variación interanual se calcula como el promedio a cuatro períodos.

se situaron un 18 % por encima de los niveles de 2019 (véase gráfico 1.6.1), mientras que la iniciación de viviendas solo fue un 1 % más elevada que la registrada entonces. Asimismo, entre enero y febrero del año en curso, las compraventas se mantenían más del 18 % por encima de su volumen en idéntico período de 2019, mientras que la iniciación de viviendas arrancó 2022 un 4 % por debajo de su nivel a comienzos de 2019. Diversos factores explican este fuerte impulso de la demanda de vivienda. Entre ellos, la mejora del contexto económico y epidemiológico, las favorables condiciones financieras, la materialización de decisiones de compra pospuestas con la aparición de la pandemia y los cambios en las preferencias de las familias generados a raíz de la misma, como una mayor demanda de vivienda unifamiliar frente a la colectiva, o su desplazamiento hacia la periferia de las grandes ciudades. Por otro lado, en la actualidad el nivel de construcción de nuevas viviendas es bajo e insuficiente para absorber el ritmo de expansión de la demanda. En todo caso, el desarrollo del Plan de Rehabilitación de Vivienda y Regeneración Urbana, en el marco del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), dotado de 6.820 millones de euros procedentes de los fondos europeos del NGEU, impulsará la actividad residencial, tanto de rehabilitación como de oferta de obra nueva.

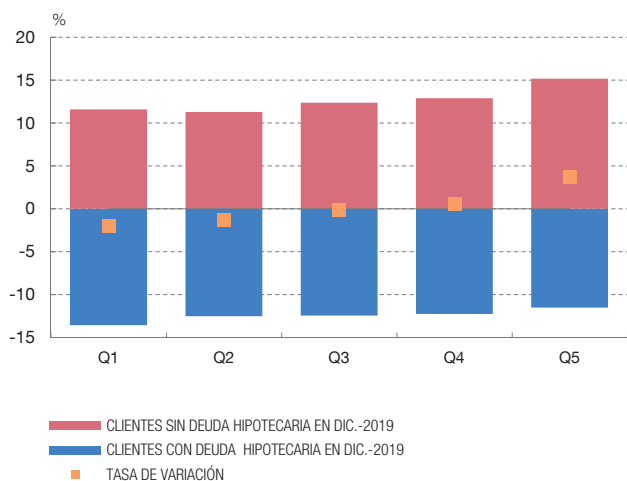
La mayor fortaleza de la demanda de vivienda frente a su oferta se tradujo en una nueva aceleración de los precios medios de la vivienda en el cuarto trimestre de 2021. De acuerdo con los datos del INE, la tasa de crecimiento

Gráfico 1.8

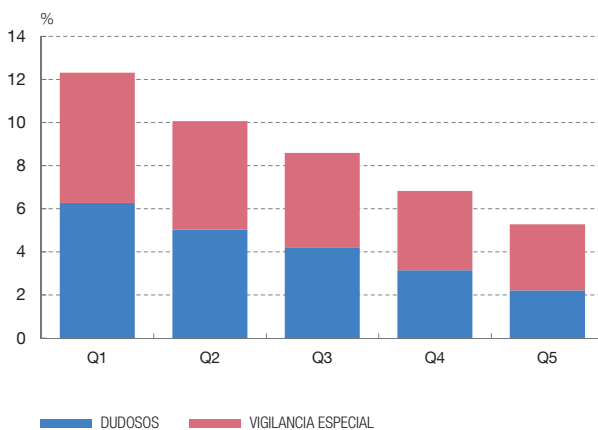
DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA, EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO A HOGARES CON GARANTÍA HIPOTECARIA SE HA CONCENTRADO EN LAS ZONAS DE MAYOR RENTA

Únicamente los hogares de las zonas de los quintiles de renta cuarto y quinto han registrado, en conjunto, un crecimiento positivo del saldo de crédito con garantía hipotecaria desde el comienzo de la pandemia. Las familias de zonas de renta más elevada tienen, en promedio, una menor ratio de préstamos problemáticos para este tipo de créditos.

1 CONTRIBUCIÓN A LA TASA DE VARIACIÓN (ENTRE DIC.-19 Y DIC.-21) DEL CRÉDITO CON GARANTÍA HIPOTECARIA POR ZONAS DE QUINTILES DE RENTA (a) (b) (c)



2 RATIO DE CRÉDITO CON GARANTÍA HIPOTECARIA EN VIGILANCIA ESPECIAL Y DUDOSO POR ZONAS DE QUINTILES DE RENTA (DIC.-21) (a) (b)



FUENTES: Elaboración propia a partir de la información de la Central de Información de Riesgos y las estadísticas experimentales del Instituto Nacional de Estadística.

- a La clasificación por quintiles de renta se realiza a nivel de código postal. A cada titular individual se le asigna el crédito resultante de la suma de la parte proporcional de cada una de las operaciones de crédito hipotecario de las que es titular. El crédito a hogares con garantía hipotecaria puede tener como finalidad la adquisición y rehabilitación de vivienda, u otra distinta. Se incluye en el estudio también a titulares no residentes.
- b No se han considerado códigos postales en municipios muy pequeños, para los que no se dispone de información de rentas por código postal. Para que todos los quintiles tengan la misma importancia se ha utilizado un doble criterio de asignación en cada quintil. Los códigos postales (municipios) se han ordenado por renta y además por volumen de crédito al inicio de la crisis (diciembre de 2019), de tal forma que en el primer quintil se incluyen los códigos postales (municipios) que suponen el 20 % del crédito al inicio de la crisis y tienen una menor renta, y así sucesivamente para el resto de los quintiles.
- c La contribución a la variación del crédito de los hogares que no tenían deuda hipotecaria en diciembre de 2019 se define como la ratio de su volumen de deuda con garantía hipotecaria en diciembre de 2021 (acumulada como resultado de nuevas operaciones desde diciembre de 2019) sobre el stock total de crédito con garantía hipotecaria de los hogares existente en diciembre de 2019.

interanual del precio de la vivienda se elevó hasta el 6,4 % en dicho período, 2,2 pp por encima del dato del trimestre anterior (véase gráfico 1.6.2). Por segmentos, tanto en el de segunda mano como en el de vivienda nueva se observó una aceleración (de 2,2 pp y de 2 pp, hasta el 6,4 % y el 6,1 %, respectivamente). El considerable repunte en los costes de los materiales y la creciente escasez de mano de obra en el sector de la construcción, que está llevando a la ralentización e incluso paralización de algunas obras en marcha, podrían producir aumentos adicionales en el precio de la vivienda nueva durante el presente año. Adicionalmente, la implementación del PRTR podría provocar tensionamientos adicionales en los costes del sector y trasladarse a los precios. Esta posibilidad aconsejaría una implementación más dilatada en el tiempo de este programa que la contemplada en la actualidad.

En línea con la evolución de las compraventas de vivienda, el volumen de nuevo crédito hipotecario residencial se mantuvo en el segundo semestre de 2021 en torno a los niveles de la primera parte del año, que son los más elevados desde 2010 (véase gráfico 1.7.1). En este contexto, el saldo de este crédito continuó creciendo, mostrando en el cuarto trimestre de 2021 una tasa de variación interanual del 1,2 %, la más alta desde principios de 2011. Por otro lado, el saldo de crédito a la construcción y promoción inmobiliaria (véase gráfico 1.7.2) mantuvo una tendencia descendente, si bien a un ritmo cada vez menor.

El crecimiento del saldo del conjunto del crédito con garantía hipotecaria desde el comienzo de la pandemia ha venido impulsado exclusivamente por los hogares situados en zonas de mayor renta, particularmente en las del quintil superior (véase gráfico 1.8.1). Los hogares que contaban con deuda hipotecaria antes de la pandemia se han desendeudado de forma generalizada desde entonces, haciéndolo en mayor medida las familias de zonas con menores niveles de renta. Por otro lado, entre aquellos hogares sin deuda hipotecaria previa a la crisis sanitaria, el incremento del crédito con esta forma de garantía ha sido más acusado en las familias de zonas de los quintiles de renta más elevados. Por lo tanto, en términos netos, únicamente los hogares de zonas situadas en los quintiles cuarto y quinto de renta han contribuido positivamente al crecimiento del saldo de crédito hipotecario entre diciembre de 2019 y finales de 2021. Por otra parte, al cierre del año pasado, se observaba una relación inversa entre la ratio de préstamos con garantía hipotecaria en vigilancia especial y dudosos y la renta media de la zona en la que residen los prestatarios (véase gráfico 1.8.2). Al haber ganado peso los acreditados con menos préstamos en dificultades, estos desarrollos señalarían que la calidad media de la cartera hipotecaria de las entidades bancarias habría mejorado desde el inicio de la pandemia.

Los estándares de crédito de las nuevas hipotecas residenciales no experimentaron cambios sustanciales durante el último año. Los niveles medios de las ratios *loan-to-value* (LTV) y *loan-to-price* (LTP), que miden el endeudamiento de los prestatarios en las nuevas operaciones hipotecarias, se han mantenido estables en 2021, al tiempo que tampoco se han observado variaciones significativas en la proporción que representan las operaciones con mayor nivel de apalancamiento (aquellas con LTV o LTP mayor del 80 %; véase gráfico 1.9.1). En relación con la ratio *loan-to-income* (LTI), que recoge la relación entre el importe principal de las hipotecas y el ingreso de los acreditados en el momento de concederse la operación, la mayor parte de la nueva concesión se concentró en operaciones con LTI bajo (LTI menor de 3 veces) y LTI alto (LTI mayor de 4,5 veces) (véase gráfico 1.9.2).

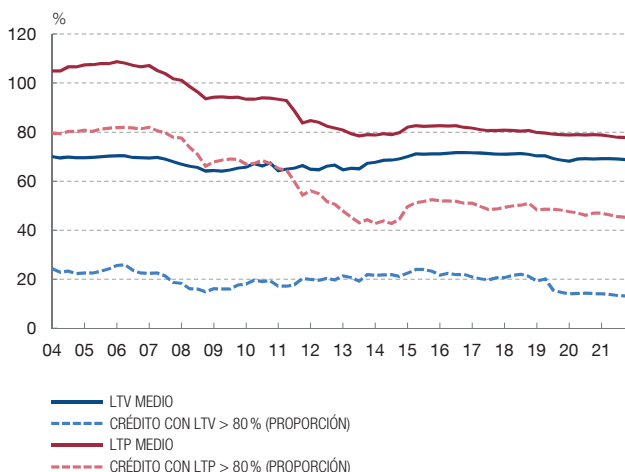
A lo largo de 2021 el diferencial medio de tipo de interés de las hipotecas a tipo fijo se redujo hasta situarse en los niveles más reducidos de los últimos años. Durante el pasado año el tipo de interés de las nuevas hipotecas

Gráfico 1.9

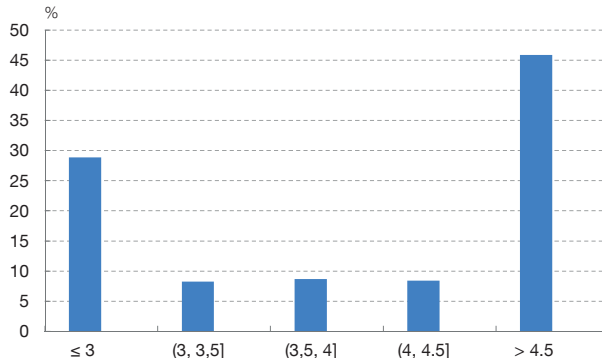
SE OBSERVA ESTABILIDAD EN LOS ESTÁNDARES DE CRÉDITO DE LAS HIPOTECAS RESIDENCIALES, ASÍ COMO UNA CAÍDA GENERALIZADA HASTA EL INICIO DE 2022 DE LOS DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS EN LAS HIPOTECAS A TIPO FIJO

En el periodo más reciente no se han observado cambios significativos en la distribución de las ratios loan-to-value (LTV) y loan-to-price (LTP) de la nueva financiación hipotecaria. La mayor parte de la nueva concesión hipotecaria residencial se concentró en operaciones con loan-to-income (LTI) relativamente bajos o altos, y no en valores intermedios de esta ratio. Por otro lado, durante el año pasado se ha producido un descenso en el diferencial de tipos de interés frente al tipo libre de riesgo de las hipotecas a tipo fijo, hasta situarse en el nivel más reducido de los últimos años. Esta caída ha tenido lugar en todos los grupos de operaciones según la distribución de la ratio LTP.

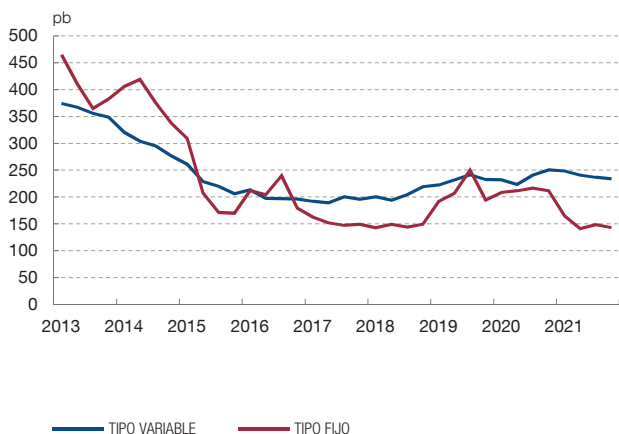
1 RATIOS LOAN-TO-VALUE Y LOAN-TO-PRICE DE LAS NUEVAS HIPOTECAS (a)



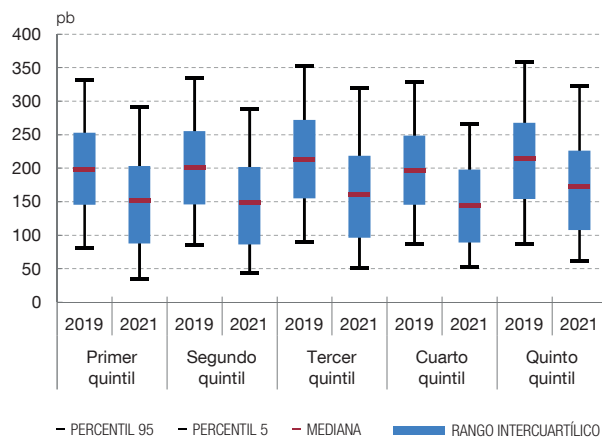
2 RATIO LOAN-TO-INCOME. PESO DE CADA TRAMO EN LAS NUEVAS HIPOTECAS DE 2021 (b)



3 DIFERENCIALES SOBRE TIPOS DE INTERÉS LIBRES DE RIESGO (c)



4 DIFERENCIALES FRENTE AL TIPO SWAP DE LAS NUEVAS HIPOTECAS A TIPO FIJO, POR QUINTILES DE LTP (c)



FUENTES: Banco de España, Colegio de Registradores y *Refinitiv*.

- a La ratio LTV es el cociente entre el importe del principal de la hipoteca y el valor de tasación de la vivienda. La ratio LTP recoge en el denominador el precio registrado del inmueble. Los valores medios en el LTV y el LTP están ponderados por el capital de cada hipoteca. Ambos indicadores se calculan para las hipotecas nuevas. La ratio LTP se encuentra disponible para una muestra de hipotecas. Datos hasta el IV TR 2021 (todavía no se cuenta con todas las operaciones de este periodo).
- b La ratio LTI es el cociente entre el importe del principal de la hipoteca y el ingreso de los prestatarios. El gráfico muestra en el eje horizontal la distribución del crédito en cada segmento de LTI. Se representa el LTI de las operaciones concedidas hasta el IV TR 2021
- c Diferencial del tipo de interés de cada hipoteca nueva sobre la curva *swap* o IRS del euro. Cuando la hipoteca es a tipo variable, el spread se calcula sobre el tipo IRS a un año. Cuando es a tipo fijo, se selecciona el plazo equivalente al plazo de la hipoteca. Datos hasta el IV TR 2021.

residenciales a tipo fijo, que representan actualmente el grueso de la nueva financiación hipotecaria⁴, continuó reduciéndose hasta converger con el de las operaciones a tipo variable, que se situó, en promedio, en torno al 2 %, a finales de año. Este movimiento ha venido acompañado, además, de una disminución de los diferenciales frente al tipo de interés libre de riesgo de los préstamos a tipo fijo (véase gráfico 1.9.3). La información más granular evidencia que esta caída ha tenido lugar en todos los grupos según la distribución de la ratio LTP, incluidos los que cuentan con una ratio más elevada, si bien su nivel es algo más alto en las operaciones de mayor riesgo según este indicador (véase gráfico 1.9.4). En un contexto de mayor peso de las hipotecas a tipo fijo en la nueva financiación y de caída de los diferenciales, el riesgo de un aumento de los tipos de interés para las entidades financieras asociado a un eventual endurecimiento de la política monetaria adquiere más relevancia, aunque su severidad dependerá de la medida en que estas tengan cubierta su exposición a este riesgo.

Las señales de mejora en la actividad inmobiliaria alcanzan también al segmento comercial, tanto en términos de precios como de cantidades. En la parte final de 2021, se ha apreciado una reactivación de la actividad en este sector, con un aumento de los precios en el tercer trimestre de 2021 (4,7 % interanual) que ha venido acompañado de un repunte significativo de las compraventas de este tipo de inmuebles, de acuerdo con la última información disponible.

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

En línea con la recuperación económica, la facturación empresarial ha seguido aumentando de forma generalizada en la segunda mitad de 2021, si bien en algunas ramas de actividad todavía se situó el pasado año en niveles claramente inferiores a los de 2019. Los datos de la Agencia Tributaria señalan que, en la mayoría de los sectores, el importe de las ventas⁵ superó en 2021 las cifras de 2019. En cambio, en las ramas de actividad que se han visto muy afectadas

4 En 2021, en torno al 70 % de las nuevas hipotecas sobre vivienda fueron concedidas a tipo fijo.

5 La Agencia Tributaria publica trimestralmente la estadística de Ventas, Empleo y Salarios en Grandes Empresas y Pymes (VESGEP) que recoge información agregada procedente de las declaraciones de IVA y de retenciones por rendimientos del trabajo de todas las empresas consideradas como grandes o afectos fiscales y de las pymes cuya forma jurídica sea sociedad anónima o de responsabilidad limitada. La cobertura geográfica es el denominado «territorio de régimen fiscal común» (excluye las empresas que operan exclusivamente en el País Vasco y Navarra) y, en el caso de las variables obtenidas de los modelos de declaración del IVA, se excluye donde no se aplica este impuesto (Canarias, Ceuta y Melilla).

por la pandemia⁶, los ingresos empresariales, pese a su avance, no han recuperado los registros previos a la crisis sanitaria y, en algunos casos, se encuentran todavía a una distancia apreciable de dicha cota. En concreto, en la hostelería y la restauración, los servicios sociales, culturales y recreativos, y la fabricación de material de transporte, la cifra de negocio se situó durante el pasado ejercicio un 27 %, un 16 % y un 15 % por debajo de los niveles de 2019, respectivamente. Por tamaño de empresa, la información procedente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) muestra que en 2021 las ventas de las empresas pequeñas y micro se situaron más alejadas del nivel de antes de la pandemia, en comparación con la media de su sector de actividad⁷.

El aumento de los ingresos empresariales se habría traducido en una mejora generalizada de la rentabilidad de las compañías, si bien la proporción de las que presentan pérdidas contables seguiría siendo más elevada que antes de la pandemia. Según la muestra de empresas participantes en la Central de Balances Trimestral (CBT), compuesta principalmente por compañías de gran dimensión, en 2021 el porcentaje de las que tuvieron una rentabilidad sobre el activo (ROA) negativa se redujo en 5 pp en relación con el ejercicio anterior⁸, si bien en comparación con 2019 es todavía 4 pp superior. La proporción de empresas que se encuentran en esta situación sigue siendo más elevada en los sectores muy afectados por la pandemia (36 %) que en las ramas moderadamente afectadas (27 %) y poco afectadas (30 %) (véase gráfico 1.10.1).

La recuperación de la facturación y la moderación en el crecimiento de la deuda habrían permitido una mejoría de la situación financiera de las empresas, si bien esta seguiría siendo, en promedio, más vulnerable que antes de la pandemia. Así, las ratios medias de endeudamiento y de carga financiera de las empresas habrían comenzado a caer en 2021, como consecuencia del intenso aumento de las rentas, que fue muy superior al avance de las deudas. En este contexto, de acuerdo con la CBT, el porcentaje de empresas con un endeudamiento elevado⁹ habría disminuido de forma generalizada, situándose en niveles cercanos a los previos a la pandemia en el caso de los sectores moderadamente afectados y

6 El grado de afectación por la pandemia del COVID-19 se mide según la caída de la facturación empresarial en 2020 con respecto a 2019, dividiéndose los sectores entre muy afectados (aquellos cuyas ventas cayeron en más de un 15 %), moderadamente afectados (aquellos cuyas ventas cayeron más de un 9 %, pero menos de un 15 %) y poco afectados (el resto). Los sectores muy afectados por la pandemia del COVID-19 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.

7 Véase recuadro 2, «Un análisis de la evolución de la actividad de las empresas en 2021 de acuerdo con otras fuentes de información», en «La evolución económica y financiera de las empresas españolas en 2020 y 2021 según la Central de Balances», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

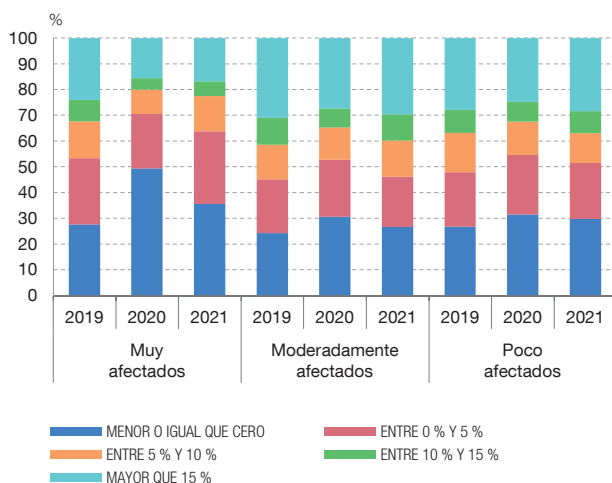
8 Véase «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2021. Un avance de cierre del ejercicio», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

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

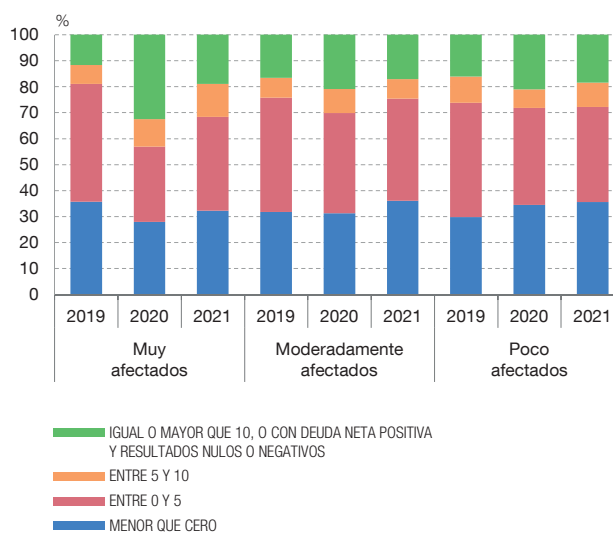
A PESAR DE LA MEJORA GENERALIZADA DE LA RENTABILIDAD Y DE LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE LAS EMPRESAS EN 2021, LA PROPORCIÓN DE LAS MÁS VULNERABLES SIGUE SIENDO MÁS ELEVADA QUE EN 2019, ESPECIALMENTE EN LOS SECTORES MUY AFECTADOS POR LA PANDEMIA

La recuperación de la facturación empresarial en 2021 ha permitido, según la Central de Balances Trimestral (CBT), que comprende fundamentalmente empresas de gran tamaño, una mejora de la rentabilidad sobre el activo (ROA) en todos los sectores. No obstante, la proporción de empresas con rentabilidad negativa sigue siendo más elevada que en 2019, especialmente en los sectores muy afectados por la pandemia. De igual modo, el aumento de los ingresos y el avance moderado de las deudas han llevado a que disminuya el porcentaje de empresas con una posición patrimonial más vulnerable. A pesar de ello, en los sectores muy afectados ese porcentaje todavía sería claramente superior al nivel previo a la pandemia.

1 PORCENTAJE DE EMPRESAS POR RANGO DE RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO. DESGLOSE POR SECTOR (a) (b) (c)



2 PORCENTAJE DE EMPRESAS POR TRAMO DE LA RATIO DE DEUDA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS) (a) (c) (d)



FUENTE: Banco de España.

- a Información procedente de la muestra trimestral de la CBT.
 b Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo total neto de recursos ajenos sin coste.
 c Se definen como sectores muy afectados aquellos cuyas ventas cayeron más de un 15 % en 2020; como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas cayeron entre un 9 % y un 15 %; y como poco afectados el resto.
 d Se define como deuda neta a los recursos ajenos con coste minorados por el efectivo y otros activos líquidos equivalentes.

poco afectados (véase gráfico 1.10.2). En cambio, en los sectores muy afectados, esa proporción sería todavía 7 pp más elevada que en 2019.

Un eventual aumento de los tipos de interés, sobre todo si es más rápido de lo que se prevé, podrían incrementar el porcentaje de empresas con elevada presión financiera, si bien, bajo el escenario central de prolongación de la recuperación económica que se anticipa, las vulnerabilidades tenderían a reducirse. En la financiación bancaria empresarial predominan los préstamos con vencimiento a corto plazo o a tipo variable, por lo que la traslación de las variaciones en los tipos de interés de mercado al coste medio de la deuda es relativamente rápida. Bajo un escenario consistente con las últimas proyecciones

de la economía española en el que los tipos de interés aumentan de forma progresiva durante este año y el próximo en línea con las expectativas de mercado, el peso de los gastos financieros de las empresas sobre el excedente bruto de explotación empezaría a incrementarse a partir de 2023, hasta situarse a finales de 2024 1 pp por encima del nivel de 2021. Sin embargo, el análisis de sensibilidad a una subida de los tipos de interés a corto y largo plazo de 100 pb más elevada que la contemplada en el escenario anterior muestra un incremento adicional del peso de los gastos por intereses en las rentas empresariales de 1,7 pp en 2024¹⁰. Dado que cabe esperar que las rentas empresariales se reduzcan en ese escenario, este aumento del peso de los gastos de interés debe considerarse como un suelo de los efectos totales del aumento de los tipos de interés.

Por otra parte, el aumento de los costes de producción asociados al repunte del precio de la energía podría contribuir también a un deterioro de la situación económica y financiera de algunas empresas. Este impacto se producirá tanto si las empresas trasladan a sus clientes el alza de los costes —ya que, en este caso, sus ventas podrían resentirse—, como si no lo hacen —ya que, entonces sus márgenes se contraerán—. Tanto en uno como en otro caso, se reducirán los beneficios empresariales y, como consecuencia de ello, algunas compañías podrían pasar a situarse en una situación de vulnerabilidad financiera. Estos efectos se verían en parte mitigados por las medidas temporales aprobadas por el Gobierno para reducir el coste de los derivados del petróleo¹¹. El Recuadro 1.4 analiza mediante ejercicios de simulación la sensibilidad de la situación financiera de las empresas al aumento de los precios de la energía, encontrando efectos medios moderados, aunque con notable heterogeneidad sectorial, para el tamaño de subidas examinado, que es del 25%. Esta subida se correspondería con el incremento de los precios medios de los bienes energéticos para 2023 entre las previsiones del Banco de España publicadas el 17 de diciembre de 2021 y el 5 de abril de 2022.

La evolución favorable del mercado del trabajo y de las rentas estaría contribuyendo a la recuperación de la situación económica de las familias.

10 El escenario base contempla una subida gradual de los tipos de interés de mercado conforme a las expectativas implícitas en las curvas de rentabilidad que coincide con las «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)», recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España. El escenario alternativo contempla una subida de los tipos de interés a corto y largo plazo de 100 pb por encima del escenario central a lo largo de todo el horizonte de proyección. Se supone, por simplificación, que las variables macrofinancieras, como el excedente bruto de explotación y el saldo vivo de la deuda, no se ven afectadas por la perturbación en los tipos de interés, de manera que los niveles de estas variables evolucionan de acuerdo a lo señalado en el escenario central. Es decir, la perturbación solo afecta vía precios y no cantidades.

11 Entre las medidas en respuesta a la crisis por la guerra de Ucrania que fueron aprobadas en Consejo de Ministros del 29 de marzo de 2022 se encuentra una bonificación mínima de veinte céntimos por litro de combustible y ciertas rebajas a los impuestos eléctricos, dentro un conjunto de ayudas directas de 6.000 millones de euros y de medidas en otros ámbitos (ingreso mínimo vital, límites a la revisión de los alquileres, etc.). El plan aprobado también incluye una nueva línea de avales ICO de 10.000 millones de euros y ciertas mejoras en las condiciones de algunos créditos avalados existentes, que son discutidas en más detalle en el capítulo 2.

Desde noviembre de 2021, la afiliación efectiva¹² a la Seguridad Social ya supera el nivel de empleo pre-pandemia y, en marzo de 2022 se situaba un 2,1 % por encima del empleo registrado en febrero de 2020, en términos desestacionalizados. No obstante, el número total de horas efectivas semanales trabajadas en los tres últimos meses de 2021 fue un 3,8 % inferior al del último trimestre de 2019. Por su parte, en 2021 la renta bruta disponible (RBD) de los hogares creció un 2,2 %, en términos nominales e interanuales, si bien todavía era un 2,8 % menor a la de 2019. Bajo el escenario central de recuperación económica previsto, cabría esperar una continuidad de esta tendencia, si bien a menor ritmo dado que se prevé una ralentización del crecimiento. Sin embargo, de acuerdo con la encuesta mensual de la Comisión Europea sobre la confianza del consumidor¹³, en marzo de 2022 la mayoría de los hogares, con la excepción del cuartil superior de renta, esperaban un cierto deterioro de su situación económica en los siguientes doce meses, siendo este similar al que anticipaban al inicio de la pandemia.

La información disponible no señala un deterioro de la posición patrimonial de los hogares como consecuencia de la pandemia. Desde el inicio de la crisis sanitaria y hasta el cierre de 2021, la riqueza neta agregada de los hogares ha aumentado un 9,8 %. Esta evolución se ha visto favorecida por el aumento del importe de las tenencias de activos financieros (impulsado por el incremento del ahorro) y, sobre todo, por el aumento del valor de los activos inmobiliarios (como consecuencia de la revalorización de la vivienda), así como por la relativa estabilidad de la deuda. Estimaciones preliminares a nivel microeconómico, disponibles hasta el tercer trimestre de 2021, apuntarían a que este mismo patrón se habría reproducido de forma bastante generalizada por deciles de riqueza y según la situación laboral del cabeza de familia¹⁴ (véase gráfico 1.11.1). En términos de la ratio de deuda bancaria sobre activos totales¹⁵, se observaría una caída bastante generalizada, siendo de mayor intensidad en los deciles de riqueza neta más bajos (véase gráfico 1.11.2). En todo caso, en el primer decil de riqueza neta, la deuda seguiría siendo muy superior al valor de los activos, cerca de un 50 % mayor, lo que señalaría la vulnerabilidad de este segmento frente a perturbaciones adversas.

La capacidad de repago de las deudas de los hogares, que se deterioró tras la irrupción de la pandemia como consecuencia de la caída de sus rentas, ha mejorado gracias a la recuperación económica, y no se vería muy

12 La afiliación efectiva se calcula como la diferencia entre los afiliados totales y los trabajadores afectados por Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE).

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

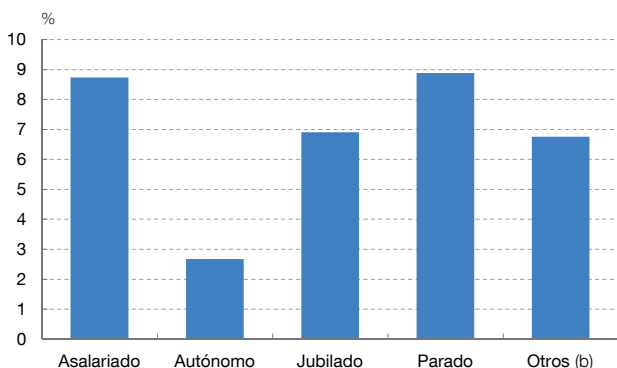
14 Estas estimaciones deben ser tomadas con cautela ya que proceden de una estadística experimental sujeta a revisiones y mejoras, y aunque la cobertura de instrumentos es muy amplia, no es completa. Esta estadística combina la información procedente de las cuentas sectoriales trimestrales con la de la Encuesta Financiera de las Familias, cuya última edición disponible corresponde al año 2017. Así, esta estadística asume estabilidad en la distribución de las tenencias de los instrumentos de activos y de pasivos a lo largo del tiempo durante los períodos intermedios entre las distintas ediciones de la Encuesta Financiera de las Familias.

15 Los activos totales incluyen tanto los financieros como los no financieros.

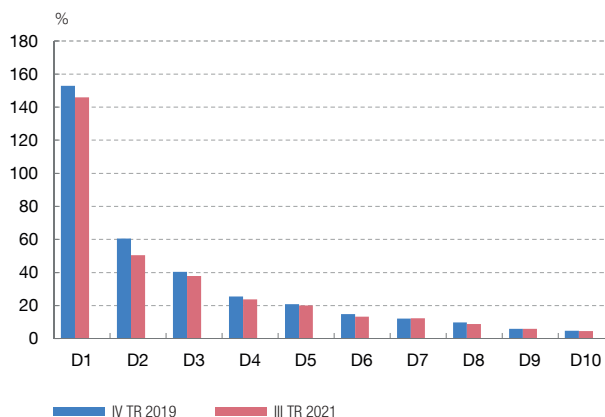
DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA, NO SE OBSERVA UN DETERIORO DE LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES

De acuerdo con la información provisional disponible, entre finales de 2019 y el tercer trimestre de 2021, la riqueza neta media de los hogares se habría elevado, independientemente de la situación laboral del cabeza de familia. De igual modo, durante el mismo período la ratio de deuda bancaria sobre activos totales se habría reducido en casi la totalidad de los deciles de riqueza neta de los hogares, haciéndolo en mayor medida en los deciles inferiores.

1 VARIACIÓN DE LA RIQUEZA NETA DEL HOGAR MEDIO ENTRE EL IV TR 2019 Y EL III TR 2021 POR SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DEL HOGAR (a)



2 RATIO DE DEUDA BANCARIA SOBRE ACTIVOS TOTALES POR DECILES DE RIQUEZA NETA (a) (c)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Estos resultados deben tomarse con cautela, ya que proceden de una estadística experimental sujeta a revisiones y mejoras, y aunque la cobertura de instrumentos es muy amplia, esta no es completa. Esta estadística combina la información procedente de las cuentas sectoriales trimestrales con la de la Encuesta Financiera de las Familias, cuya última edición disponible corresponde al año 2017. Así, esta estadística asume estabilidad en la distribución de las tenencias de los instrumentos de activos y de pasivos a lo largo del tiempo durante los períodos intermedios entre distintas ediciones de la Encuesta Financiera de las Familias.
- b Comprende todos los hogares cuyo cabeza de familia está en alguna de las siguientes situaciones: es estudiante, es discapacitado permanente, se dedica a las tareas domésticas, no tiene un trabajo remunerado, o se desconoce su estatus laboral.
- c El denominador de la ratio de deuda bancaria sobre activos totales comprende activos financieros y no financieros.

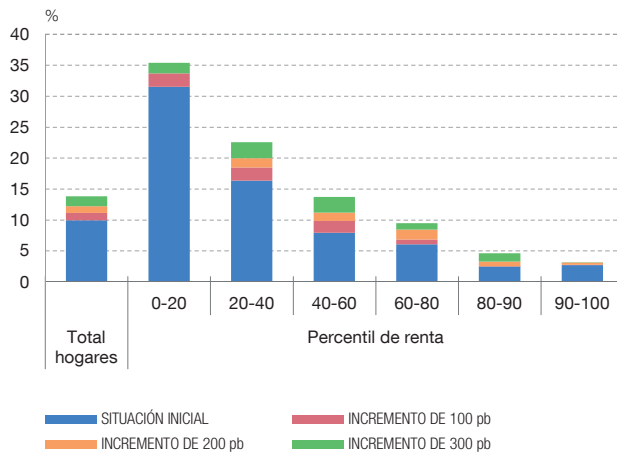
afectada por aumentos moderados en los tipos de interés. A pesar de la estabilidad del endeudamiento de los hogares, la caída de la RBD llevó inicialmente a un aumento de las ratios medias de deuda y carga financiera. En 2021, conforme las rentas comenzaron a recuperarse, estas ratios empezaron a descender. Un eventual aumento de los tipos de interés podría contribuir a un cierto deterioro de la capacidad de repago de las deudas, sobre todo si es mucho más intenso de lo esperado. En todo caso, ante aumentos moderados en los tipos de interés cabría esperar que este efecto no fuera muy significativo, en parte por el incremento del peso de las hipotecas (principal pasivo de los hogares) a tipo de interés fijo observado durante los últimos años, que en diciembre de 2021 se situaba en el 24,9 % del saldo vivo. Concretamente, de acuerdo con las simulaciones realizadas por el Banco de España, se estima que la proporción de familias con deuda que pasarían a tener una carga financiera neta elevada¹⁶ aumentaría en 1,2 pp, 2,3 pp y 3,9 pp ante incrementos de 100, 200 y 300 pb en los tipos de interés interbancarios.

¹⁶ La carga financiera neta se considera elevada cuanto la ratio (Gastos por servicio de la deuda – Ingresos por intereses de depósitos) / Renta del hogar es superior al 40 %.

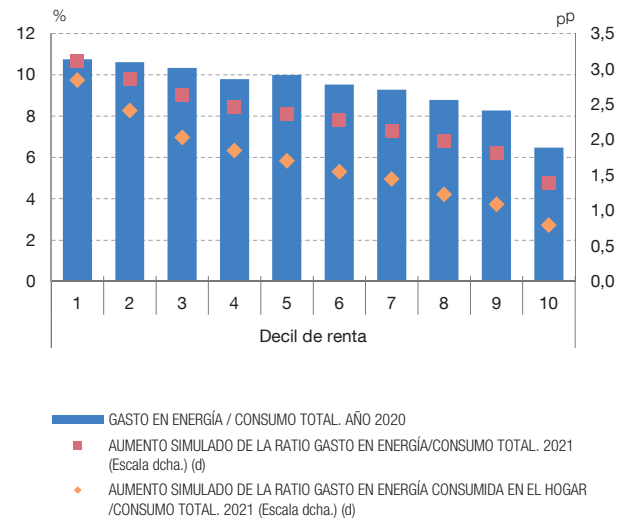
LOS HOGARES ENDEUDADOS DE RENTAS MÁS BAJAS SERÍAN LOS MÁS AFECTADOS ANTE UN ESCENARIO DE SUBIDAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS Y ANTE EL INCREMENTO DE LOS PRECIOS ENERGÉTICOS

La proporción de familias con deuda que pasarían a tener una carga financiera neta elevada como consecuencia de aumentos en los tipos de interés crecería en mayor medida en aquellas situadas entre los percentiles 20 y 40 de la distribución de rentas. De igual modo, el gasto en energía supone un porcentaje mayor del consumo de las familias con menos ingresos, y el aumento registrado de los precios en 2020 y 2021 ha tenido un impacto más relevante en estos hogares.

1 IMPACTO DE UNA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS EN EL PORCENTAJE DE HOGARES CON CARGA FINANCIERA NETA ELEVADA. DESGLOSE POR PERCENTIL DE RENTA (a) (b)



2 PESO DEL GASTO EN PARTIDAS ENERGÉTICAS E IMPACTO MEDIANO DE LA SUBIDA EN SUS PRECIOS (PROMEDIO 2021 VS PROMEDIO 2020). DESGLOSE POR DECILES DE RENTA (c)



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

- El aumento de los gastos por servicio de la deuda se calcula para los hogares con deudas a tipo flexible. Se supone que las subidas de los tipos de interés a corto plazo se trasladan completamente al tipo de interés de las deudas a tipo de interés variable, mientras que en caso de los depósitos se supone una traslación del 15 % para los depósitos a la vista y del 76 % para los depósitos a plazo.
- La carga financiera neta se considera elevada cuanto la ratio (Gastos por servicio de la deuda - Ingresos por intereses de depósitos) / Renta del hogar es superior a 40 %. Se excluyen de este cálculo a las familias sin deuda.
- La distribución de rentas se aproxima a partir del consumo total del hogar que, en el caso de los hogares que son propietarios de la vivienda en que residen, se ajusta por un alquiler imputado.
- Incremento en puntos porcentuales, asumiendo estabilidad en las cantidades de energía consumidas, y un incremento en sus precios igual al observado, en promedio, en 2021.

Estos efectos serían más intensos entre los hogares endeudados situados entre los percentiles 20 y 40 de la distribución de rentas (véase gráfico 1.12.1)¹⁷. Estos porcentajes deben considerarse como cotas inferiores de los efectos totales del aumento de los tipos de interés, ya que este también reduciría la renta de los agentes a través de su impacto negativo en la actividad, además de frenar la acumulación de su riqueza mediante la imposición de mayores cargas financieras.

¹⁷ Estas simulaciones se basan en los datos de la última edición de la Encuesta Financiera de las Familias, correspondiente al año 2017. A partir de los datos observados, se aplica una subida de los tipos de interés a corto plazo de mercado que se traslada completamente al tipo de interés de las deudas a tipo de interés variable, mientras que en el caso de los depósitos se supone una traslación del 15 % para los depósitos a la vista y del 76 % para los depósitos a plazo.

El intenso aumento de los precios de la energía registrado en 2021 y en la parte transcurrida de 2022 podría comprometer la capacidad de repago de las deudas de los hogares de rentas bajas, ya que el gasto en esta partida supone una proporción más elevada de su consumo. Así, las familias cuyo nivel de renta se sitúa por debajo del decil tercero dedicaron más de un 10 % de su consumo al gasto en energía en 2020 (véase gráfico 1.12.2). Además, fueron estos mismos hogares en los que el gasto en energía más aumentó, en proporción a su consumo, en 2020 y en 2021. Aunque las familias pueden amortiguar el impacto del incremento en los precios energéticos sobre su capacidad de repagar sus deudas reduciendo temporalmente sus tasas de ahorro o mediante el recurso a fondos previamente acumulados (y, en particular, a la bolsa de ahorro extraordinario generada durante la pandemia), la posibilidad para hacerlo es desigual por estratos de renta. Los de menores ingresos dispondrían de menor margen para absorber por estas vías el incremento en los precios de la energía, ya que, por una parte, sus tasas de ahorro suelen ser más reducidas y, por otra, solo una proporción pequeña de estas familias ha podido acumular un ahorro extraordinario durante la pandemia. La proporción de familias endeudadas de rentas más bajas que afrontan una carga financiera neta elevada es superior a la que existe en los estratos de renta más altos, por lo que la capacidad de repago de sus deudas se vería comparativamente más afectada ante un aumento de los precios de la energía (véase gráfico 1.12.1). Las medidas aprobadas por el Gobierno para paliar el aumento de los precios de los derivados del petróleo podrían mitigar este impacto, si bien no contribuirían a que los hogares redujeran su grado de dependencia energética.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

El déficit de las AAPP se redujo en 3,4 pp en 2021, hasta el 6,9 % del PIB (véase gráfico 1.13.1), aunque se observan también algunos elementos de evolución menos positivos. Por un lado, los ingresos públicos crecieron fuertemente (un 11 % con respecto a 2020), apoyados en la mejora de la situación económica y el aumento de la inflación, pero mostrando unas elasticidades respecto a sus determinantes macroeconómicos muy superiores a sus medias históricas¹⁸. Así, la recaudación impositiva en porcentaje del PIB (incluyendo cotizaciones sociales) se situó en 2021 3,7 pp por encima de su nivel de 2019, circunstancia excepcional que cabría esperar que se corrigiese en los próximos años, al menos parcialmente. Por otro lado, el ritmo de avance del gasto público se redujo al 5%, la mitad que el año precedente. Esto se vio facilitado por el descenso de los desembolsos relacionados con el COVID-19, que pasaron de suponer un 3,9 % del PIB en 2020 al 3 % el año pasado.

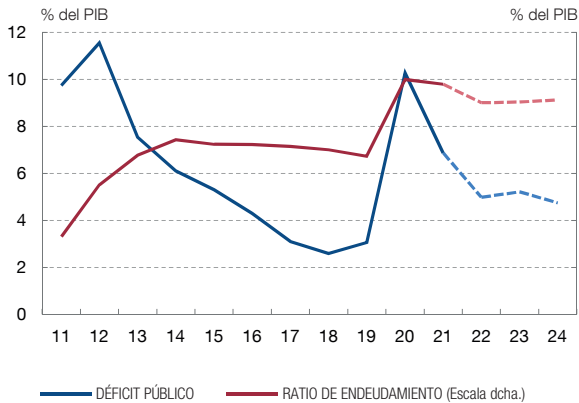
¹⁸ Las diversas medidas de ingresos tuvieron un efecto modesto, compensándose los aumentos impositivos incorporados a comienzos del año con las rebajas adoptadas a lo largo de él, para frenar los efectos sobre los consumidores de la fuerte subida de los precios de la electricidad.

Gráfico 1.13

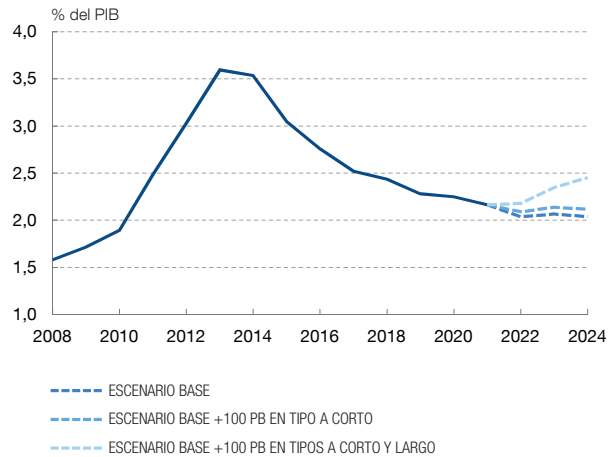
EL DÉFICIT PÚBLICO DE ESPAÑA SE REDUJO EN 2021, PERO EN AUSENCIA DE NUEVAS MEDIDAS SE MANTENDRÁ POR ENCIMA DE SU NIVEL PREPANDEMIA HASTA 2024, CON UN NIVEL DE ENDEUDAMIENTO SUPERIOR AL 110 %

El déficit de las Administraciones Públicas se redujo 3,4 pp en 2021, hasta el 6,9 % del PIB, y se espera que vuelva a hacerlo en 2022. No obstante, en ausencia de nuevas medidas y dados los mayores costes que supondrá el envejecimiento de la población, los niveles de déficit y deuda pública continuarían siendo elevados, lo que constituiría una fuente de vulnerabilidad para la economía española. Aumentos en los tipos de interés de mercado tendrían ahora un mayor impacto sobre la carga financiera de la deuda, debido a los mayores niveles de esta. En consecuencia, más a medio y largo plazo, se requerirá de un proceso de consolidación creíble y sostenido, que reduzca dicha vulnerabilidad.

1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)



2 EJERCICIOS DE SENSIBILIDAD DE LOS PAGOS POR INTERESES (b)



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

- a Para 2022-2024 se toman las «Proyecciones macroeconómicas del Banco de España» publicadas el 5 de abril de 2022.
- b En el escenario base los tipos de interés a corto y largo plazo crecen de forma gradual, conforme a las expectativas de mercado a fecha 31 de marzo de 2022. Los escenarios alternativos, a título meramente ilustrativo, simulan los resultados de un aumento adicional de 100 pb en el tipo de interés a corto plazo y en ambos, desde abril de 2022.

Con todo, el gasto en 2021 se situó un 15,8 % por encima del de 2019, con un dinamismo notable de los componentes no ligados al COVID-19 (6,9 % con respecto a 2020). Al mismo tiempo, la deuda pública se situó en el 118,4 % del PIB, reduciéndose 1,6 pp con respecto a 2020.

Las últimas proyecciones del Banco de España, publicadas el pasado 5 de abril¹⁹, anticipan una continuación en la mejora del saldo de las AAPP, que, no obstante, permanecería en niveles elevados en todo el horizonte de proyección (véase gráfico 1.13.1). Estas proyecciones —que no incluyen medidas de consolidación, al no existir todavía ningún plan aprobado al respecto— sitúan el déficit de las AAPP en 2024 claramente por encima de su nivel previo a la pandemia, en consonancia con el déficit estructural de las finanzas públicas españolas, que se

¹⁹ Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

estima superior al 3 %. En este sentido, la invasión de Ucrania ha supuesto no solo un escenario macroeconómico más negativo a corto plazo, sino también una mayor presión sobre el gasto público. Esto se ha traducido, de momento, en la aprobación por el Gobierno, a finales de marzo, de un Plan de choque que elevaría el déficit en 0,5 pp del PIB, si bien su vigencia es temporal. Pese a ello, la deuda pública registraría un cierto descenso, hasta situarse algo por encima del 110 % del PIB, como consecuencia del crecimiento del PIB nominal, que más que compensaría el efecto de los saldos negativos previstos en estos próximos años.

En ausencia de un plan de consolidación y/o una mejora sostenida del crecimiento de la productividad, y dado el previsible incremento de los gastos ligados al envejecimiento de la población, la deuda pública tenderá a mantenerse o a aumentar en años posteriores, lo que supone un claro riesgo para la economía española y para sus agentes. En este sentido, la aprobación el pasado mes de diciembre de la primera parte de la reforma del sistema de pensiones públicas incorpora aspectos que elevan el gasto futuro previsto, como la vuelta a la revalorización con el IPC y la derogación del factor de sostenibilidad. Sin embargo, para el conjunto de las AAPP este mayor gasto no se ve suficientemente compensado con el resto de las medidas incorporadas, como la modificación de los esquemas de penalización de la jubilación anticipada, la bonificación de la jubilación demorada, y el nuevo mecanismo de equidad intergeneracional.

Los niveles de deuda elevados conllevan una mayor sensibilidad de las finanzas públicas ante movimientos en los tipos de interés de mercado. Los bajos niveles de los tipos de interés registrados en los últimos años propiciaron un descenso continuado de la carga de intereses en porcentaje del PIB (véase gráfico 1.13.2) al tiempo que el alargamiento del plazo medio de la deuda limita el impacto a corto plazo de aumentos en los costes de emisión. Con todo, en un escenario base consistente con las últimas proyecciones de la economía española en el que los tipos de interés de mercado se elevan de acuerdo con las expectativas de los agentes²⁰, la carga financiera de la deuda dejaría de reducirse, en porcentaje del PIB en los próximos años. La sensibilidad de estos resultados a los desarrollos en los mercados financieros se ilustra bien con un ejercicio sencillo, que muestra cómo un aumento permanente en 100 pb de los tipos de interés, tanto de corto como de largo plazo, que tuviera lugar en abril de 2022, manteniendo el resto de variables constantes, conllevaría una elevación de los pagos por intereses —y, consiguientemente, del déficit público— de cuatro décimas del PIB en 2024.

En consecuencia, a medio y largo plazo, estos niveles elevados de deuda pública situarían a la economía española en una situación de vulnerabilidad,

20 Al -0,2 %, 1,0 % y 1,3 %, en 2022-2024 respectivamente, en el caso del tipo de interés interbancario a tres meses, y al 1,4 %, 1,8 % y 1,9 %, en el tipo de interés a diez años

que solo podría evitarse con un proceso creíble y sostenido de consolidación de las finanzas públicas. Desde el punto de vista de la sostenibilidad, hasta la fecha el elevado déficit estructural se estaba viendo sobradamente compensado por unos tipos de interés inferiores al crecimiento potencial de la economía. Sin embargo, como ya se ha señalado, este diferencial favorable puede ir desapareciendo en los próximos años. Por eso, cuanto más se tarde en anunciar medidas que contrarresten el actual déficit estructural y los crecientes gastos por el envejecimiento poblacional, más probable será que los agentes comiencen a desconfiar de la aplicación efectiva de dichas medidas o más probable será la aparición de una nueva perturbación económica negativa, a la que nuestra economía se enfrentaría con una limitada capacidad de maniobra. La invasión rusa de Ucrania y la consecuente guerra también pondrán presión sobre el gasto público a corto y medio plazo. En concreto, la necesaria reducción de la dependencia energética exterior de Europa podría significar una aceleración del proceso de transición hacia un aparato productivo más respetuoso con el medio ambiente. La mayor urgencia de esta transición podría hacer que fuera más desordenada, incrementando los costes a corto plazo de la misma. Además, también parece haber movimientos en la dirección de reforzar la capacidad defensiva europea. Todos estos factores tienen una clara dimensión europea, que, unida a la naturaleza de esta perturbación, exógena a los países y con efectos heterogéneos, sugiere la necesidad de que se implemente un programa de financiación pública en el que haya una mutualización de estos gastos, como se hizo durante la pandemia.

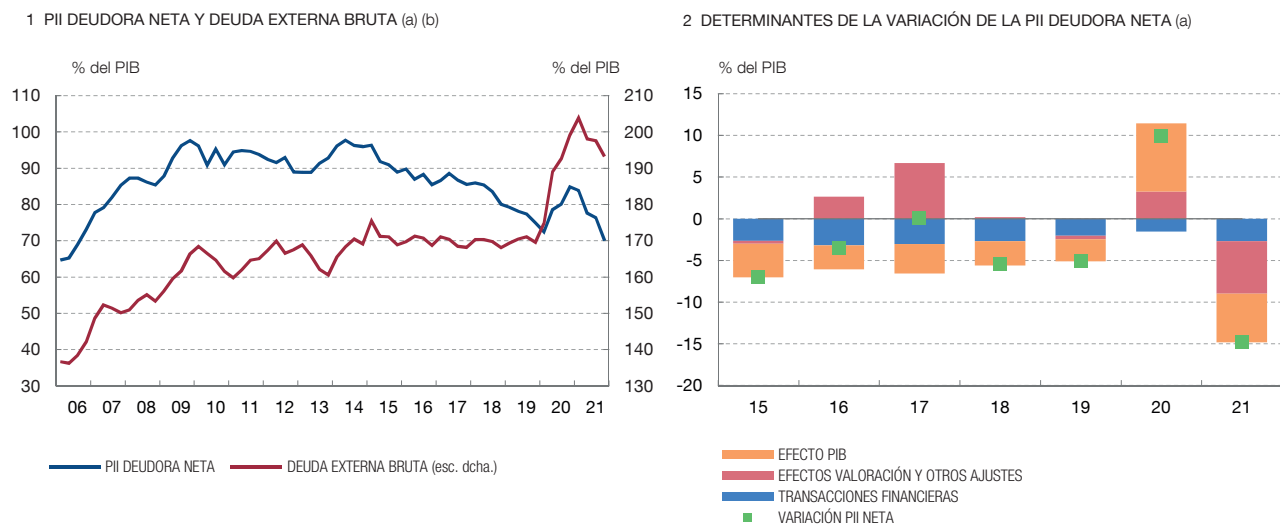
Reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas exigirá, una vez superada la pandemia y los efectos económicos adversos del conflicto en Ucrania, implementar con rigor un plan de consolidación fiscal plurianual. Este programa debería articularse en torno a una definición detallada de los objetivos presupuestarios que se desean alcanzar, y de los plazos y medidas que serán necesarios para su consecución. En particular, dicho plan debería poner especial énfasis en la composición del ajuste entre los ingresos y los gastos, en tanto que esta resulta determinante para minimizar los efectos adversos sobre el crecimiento económico de una consolidación fiscal. Además, si bien su implementación puede ocurrir en un momento posterior, el anuncio sobre la estrategia de reducción de los desequilibrios fiscales debería producirse con prontitud, dado que ello resultaría en importantes beneficios para la credibilidad de nuestra política económica y permitiría potenciar los efectos expansivos de las actuaciones fiscales actuales.

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

En la segunda mitad de 2021, los flujos financieros netos con el resto del mundo fueron positivos, aunque se moderaron significativamente con respecto al primer semestre del año, tanto por el lado de los activos como,

EL AVANCE DEL PIB EN 2021 HA REDUCIDO LA ELEVADA RATIO DE DEUDA BRUTA EXTERNA Y HA CONTRIBUIDO PARCIALMENTE AL SIGNIFICATIVO DESCENSO DE LA RATIO DE POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DEUDORA NETA

La deuda externa de la nación continúa creciendo y se ha situado en máximos históricos al final de 2021, aunque el avance del PIB ha llevado a que la ratio haya comenzado a reducirse. Por el contrario, la posición de inversión internacional (PII) deudora neta se ha corregido significativamente en 2021, situándose en términos de PIB en niveles no registrados desde 2006, gracias al crecimiento económico, pero en particular por unos efectos valoración y otros ajustes positivos.



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).

especialmente, por el de los pasivos. Así, destacan las ventas realizadas, en términos netos, por parte de los inversores internacionales de títulos de deuda de las AAPP y de las sociedades no financieras, en este último caso en empresas vinculadas, es decir, en la rúbrica de *inversión directa*. Por su parte, las inversiones de los españoles en el exterior se concentraron principalmente en participaciones en fondos de inversión, aunque en menor medida que durante la primera parte del año, mientras que desinvertieron en acciones en la rúbrica de *inversión directa* y en títulos de deuda de las instituciones financieras monetarias.

Después del impacto negativo inicial de la pandemia sobre la posición de inversión internacional (PII) deudora neta de la economía española en términos de PIB, esta se ha corregido significativamente a lo largo del 2021, particularmente en la parte final del año, hasta situarse en el 70 %, el nivel más bajo desde 2006 (véase gráfico 1.14.1). Esto supone 14,9 pp menos que en 2020, de los que únicamente 5,9 pp se explican por el avance del producto (véase gráfico 1.14.2). Así, en términos de volumen, la PII deudora neta se redujo en 108 mm de euros gracias a los importes positivos de las transacciones financieras con el exterior (32,6 mm) y, especialmente, de los efectos valoración y otros ajustes (75,8 mm). Esto último fue resultado principalmente del incremento del valor de los activos

y, en menor medida, el descenso del de los pasivos. La revalorización de los activos se concentró en las acciones y participaciones en los fondos de inversión debido al incremento en el precio de estos instrumentos, pero también por la depreciación del euro. La disminución del valor de los pasivos fue resultado principalmente del incremento de los tipos de interés a largo plazo que afectó a los títulos de deuda, particularmente los emitidos por las AAPP.

Por el contrario, la deuda externa bruta de la nación se elevó en 94,5 mm en 2021, situándose así en su máximo histórico, aunque en términos del PIB se redujo —en 5,9 pp, hasta el 193,2%—, gracias al avance del producto. Este incremento de los pasivos se concentró en el Banco de España y, en menor medida, en las instituciones financieras monetarias. Desde la irrupción de la pandemia, la deuda externa bruta de España se ha incrementado en 218 mm, lo que supone 23,7 pp del PIB. El elevado endeudamiento externo es un elemento de vulnerabilidad en la medida en que expone a los emisores a un eventual riesgo de refinanciación y de aumento de los costes de financiación si las condiciones de acceso a los mercados internacionales se endurecen o se encarecen. Sin embargo, la composición de los pasivos, con plazos medios de amortización dilatados, predominantemente a tipo de interés fijo, y el hecho de que el 57 % sea deuda del sector público (AAPP y Banco de España) mitigan estos riesgos.

