

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

Tanto en España como a nivel global, el crecimiento económico se moderó en la última parte de 2022, y en el arranque de 2023 continúa siendo débil, aunque es algo más intenso de lo que se anticipaba hace unos meses. Los riesgos para el crecimiento económico a corto y medio plazo se mantienen a la baja. Entre los factores que apuntan en esta dirección, destaca el desarrollo incierto de la guerra en Ucrania, así como la posibilidad de que las tensiones recientes en los mercados financieros internacionales se traduzcan en un endurecimiento significativo de las condiciones financieras.

Las tasas de inflación general se han moderado desde los máximos alcanzados en el tercer trimestre del año, tanto a nivel global como en España, pero persisten tensiones inflacionistas significativas y la inflación subyacente se mantiene elevada.

En los mercados emergentes se ha producido una mejoría de las condiciones, pero ello es compatible con la presencia de bolsas de vulnerabilidad en algunas de las economías con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones significativas.

Este contexto de debilidad en el crecimiento económico, junto con las tensiones inflacionistas y el aumento de los tipos de interés, se está traduciendo en un deterioro de la situación económica y financiera de los segmentos de empresas y familias más vulnerables. En el caso de las AAPP, aunque el déficit se ha reducido en 2022 más de lo que se anticipaba, no se prevén descensos adicionales significativos durante los próximos años ni en esta variable ni en la deuda pública, en términos de PIB.

1.1 Entorno macroeconómico

1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

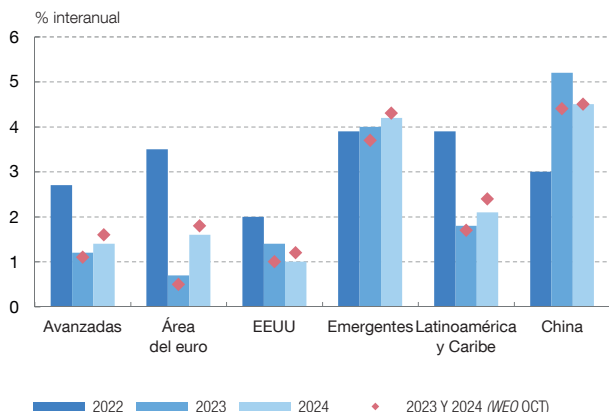
El crecimiento global y la inflación se moderaron en la última parte de 2022. El debilitamiento del ritmo de avance de la actividad económica fue el resultado de la conjunción de varios factores: las altas tasas de inflación —impulsadas por el alza de los precios de las materias primas—, que erosionaron la renta disponible y el consumo de las familias; la elevada incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania; y el endurecimiento de las condiciones financieras globales, reflejo del mayor nivel de riesgos y del tono más restrictivo de las políticas monetarias.

En las principales economías, las perspectivas de crecimiento para 2023 continúan apuntando a una desaceleración que, no obstante, podría ser algo

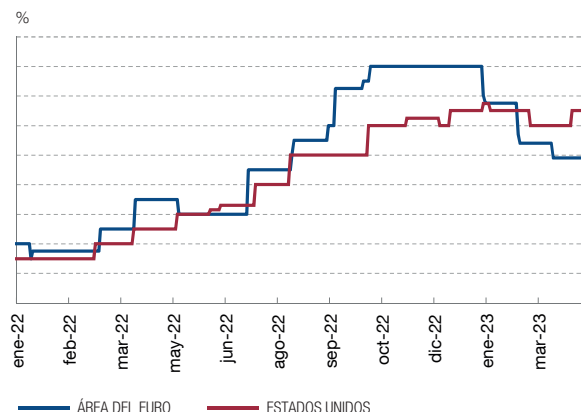
LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL CONTINÚA DESACELERÁNDOSE Y LA INFLACIÓN GENERAL SE HA MODERADO

Las perspectivas de crecimiento para 2023 continúan apuntando a una desaceleración de la actividad, aunque inferior a la esperada hace unos meses. Al mismo tiempo, persisten las tensiones inflacionistas, aunque estas también se han moderado y los bancos centrales han reducido el ritmo de subidas de los tipos de interés, que fueron muy rápidas y pronunciadas en 2022.

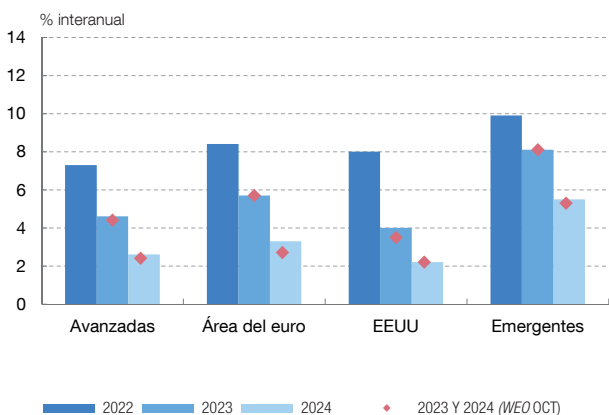
1 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DEL PIB (2022-2024) (a)



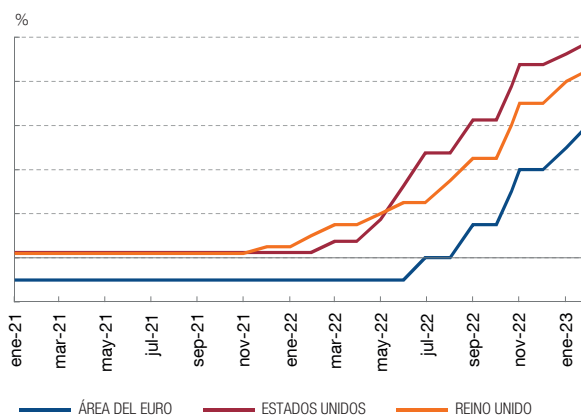
2 PROBABILIDAD DE RECESIÓN A UN AÑO: ÁREA DEL EURO Y EEUU (b)



3 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN (2022-2024) (a)



4 POLÍTICA MONETARIA: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



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

a FMI, WEO de enero 2023.

b Estos indicadores se basan en las respuestas a encuestas realizadas por Bloomberg sobre la probabilidad de una recesión en el plazo de un año. Los índices utilizados son: US Recession Probability Forecast Index y Eurozone Recession Probability Forecast Index.

menor que la anticipada (véase gráfico 1.1.1). Entre los elementos de soporte, cabe destacar la corrección de los precios de la energía y de otras materias primas, un cierto alivio de los cuellos de botella en las cadenas de producción globales, el comportamiento mejor de lo esperado de los mercados de trabajo o la utilización de parte de los colchones de ahorro acumulados durante la crisis del COVID-19. En el área del euro, el Banco Central Europeo (BCE) proyecta para 2023 un crecimiento muy moderado del PIB —del 1%—, lo que supone una revisión al alza frente a sus previsiones de finales del año pasado. En Estados Unidos, la actividad se ha mostrado también más resiliente de lo esperado, si bien con registros de consumo relativamente

débiles y con una caída en la compra de inmuebles (véase gráfico 1.1.2). Por último, en China la apertura definitiva de la economía tras el abandono de la estrategia de COVID-cero contribuirá, por una parte, a la normalización de las cadenas globales de suministro, pero, por otra, también impulsará el crecimiento y la demanda de importaciones energéticas, con efectos contrapuestos en la inflación global, moderadores en el primer caso y expansivos en el segundo.

A pesar de la mejora relativa de las perspectivas económicas, los riesgos para el crecimiento global se mantienen a la baja. El desarrollo incierto de la guerra en Ucrania —sus implicaciones geopolíticas y las consecuencias de estas para los precios y la disponibilidad de gas y otras materias primas, y sus efectos sobre el comercio y la polarización de la economía global— continúa siendo la principal fuente de riesgo para la economía mundial y, muy en particular, para el área del euro. Por su parte, de no aminorar las turbulencias en los mercados financieros que emergieron recientemente como resultado de las tensiones en algunas entidades bancarias en Estados Unidos y Europa, el deterioro en la confianza constituiría un sustancial riesgo adicional al crecimiento.

Las tasas de inflación general se han moderado a nivel global desde los máximos alcanzados en el tercer trimestre de 2022, pero persisten tensiones inflacionistas significativas y la inflación subyacente se mantiene elevada. De cara al futuro, se espera que mejoras adicionales en la solución de los problemas en los cuellos de botella y el debilitamiento de la demanda global, fruto del endurecimiento de las condiciones financieras, ejercerán un efecto de contención de la inflación. En este sentido, el reciente endurecimiento de las condiciones financieras ampliaría ese efecto desinflacionario. En sentido contrario, se prevé la retirada de muchas de las medidas implementadas por los Gobiernos para mitigar el efecto de las subidas de precios sobre los hogares más vulnerables. Y los precios de la energía podrían verse afectados por nuevos impulsos de demanda tras el abandono de la política de COVID-cero por parte de China, o por perturbaciones negativas de oferta en función de la materialización de los riesgos geopolíticos. Las previsiones más recientes del BCE sitúan la inflación del área del euro en el 5,3 % en 2023 y en el 2,9 % en 2024 (véase gráfico 1.1.3).

Los bancos centrales han continuado endureciendo sus políticas monetarias, aunque han moderado el ritmo de subidas de tipos de interés. Entre las principales economías avanzadas, tras varias subidas de 75 puntos básicos (pb), el BCE ha optado por aumentos de 50 pb en sus últimas decisiones de política monetaria, llevando el tipo de interés de la facilidad de depósito al 3 % (véase gráfico 1.1.4). Por su parte, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra elevaron, respectivamente, el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el rango del 4,75 % - 5 %, y el tipo de referencia hasta el 4,25 %. En respuesta a las tensiones financieras ocasionadas por los problemas en algunos bancos, la Reserva Federal introdujo nuevas facilidades de liquidez. Sin embargo, el tono más restrictivo de la política monetaria ha implicado

la adopción, de forma general, de medidas de reducción del tamaño de los balances de los bancos centrales. En el caso del área del euro, el BCE ha decidido reducir las tenencias de valores de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) en un promedio de 15 mm de euros mensuales durante el período comprendido entre marzo y junio de 2023.

El endurecimiento del tono de las políticas monetarias ha respondido a la necesidad de reconducir la inflación hacia valores compatibles con los objetivos de estabilidad de precios de medio plazo. En este sentido, los principales bancos centrales coinciden en enfatizar la necesidad de mantener los tipos elevados por un tiempo suficiente para garantizar que el descenso de las tasas de inflación se sostenga en el tiempo y se logre retornar al objetivo de medio plazo, teniendo en cuenta también los desarrollos que se produzcan en los mercados financieros y sus efectos sobre la actividad y los precios.

Desde finales de año, los mercados financieros de las economías emergentes han comenzado a recuperarse del deterioro registrado desde el segundo trimestre de 2022, hasta alcanzar prácticamente los niveles previos al inicio de la guerra en Ucrania. Sin embargo, las condiciones financieras en Latinoamérica han continuado tensionándose como consecuencia del incremento de los tipos de interés de la deuda a largo plazo en moneda local. Dichos aumentos reflejan, en buena medida, riesgos idiosincrásicos asociados a procesos electorales o a las potenciales consecuencias de la implementación de algunas de las políticas económicas anunciadas sobre los desequilibrios fiscales y externos. Asimismo, las tensiones financieras recientes se han reflejado en un aumento de las primas de riesgo en las economías emergentes, si bien hasta niveles aún moderados. Por su parte, los tipos de cambio han mostrado una relativa estabilidad, en un contexto de políticas monetarias, en general, estrictas en términos relativos (véase gráfico 1.2.1).

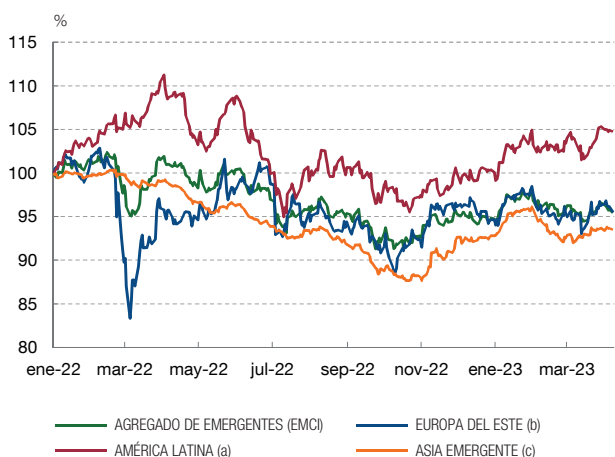
Tras alcanzar máximos a mediados de 2022, las tasas de inflación han comenzado a ceder en las economías emergentes. No obstante, se espera que el proceso de reducción de la inflación sea lento, con tasas que a finales de 2023 serían más elevadas que las registradas a comienzos de 2021 en todas las regiones (véase gráfico 1.2.2). En este contexto, aquellos bancos centrales que elevaron sus tipos de interés oficiales más tempranamente o con mayor intensidad habrían moderado sustancialmente el ritmo de las subidas (gráfico 1.2.3), con el trasfondo de unos mercados que han comenzado a descontar un ciclo de futuras bajadas, que serían lentas y dilatadas en el tiempo.

La mejoría de los mercados financieros emergentes no oculta la presencia de bolsas de vulnerabilidad en algunas de las economías con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones significativas. Así, los países latinoamericanos, junto con Turquía, han experimentado desde el inicio de la crisis pandémica recortes de la calificación soberana (gráfico 1.2.4) mayores que los de

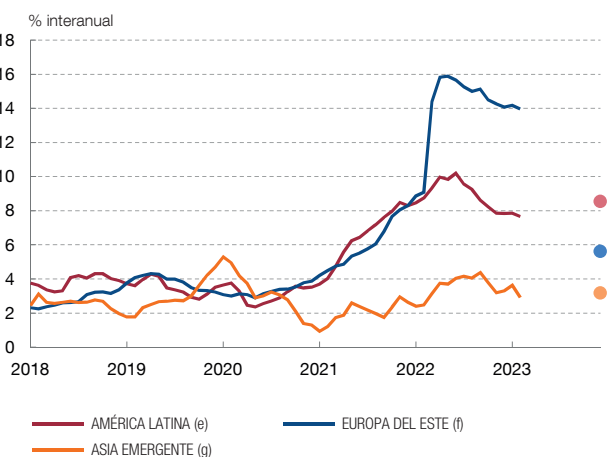
EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES LA INFLACIÓN HA COMENZADO A CEDER Y EL CICLO DE SUBIDAS DE TIPOS OFICIALES SE HA FRENADO EN LAS REGIONES QUE LO INICIARON ANTES

Los mercados financieros de las economías emergentes se vieron afectados por el tensionamiento de las condiciones financieras globales y la apreciación del dólar, si bien se recuperaron a partir de diciembre. Las tasas de inflación comenzaron a reducirse a partir del verano, aunque mantendrán niveles elevados durante todo el presente año. Con ello, los bancos centrales que comenzaron antes el ciclo restrictivo de la política monetaria frenaron el ritmo de subidas de los tipos oficiales. Algunas de las economías más relevantes para la banca española registraron un aumento de la vulnerabilidad desde 2019.

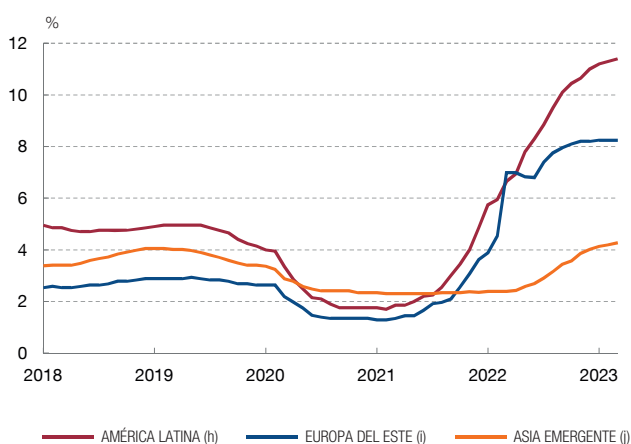
1 TIPOS DE CAMBIO EN ECONOMÍAS EMERGENTES



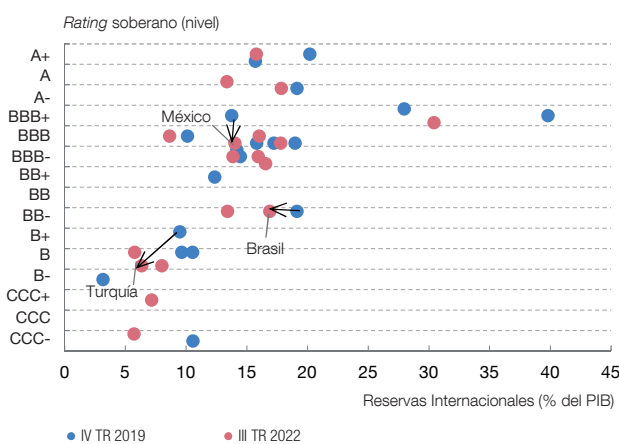
2 INFLACIÓN (d)



3 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



4 INDICADORES DE VULNERABILIDAD



FUENTES: Refinitiv, Consensus Forecasts y Estadísticas nacionales.

- a Media simple de índices de tipo de cambio de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.
- b Media simple de índices de tipo de cambio de República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía y Rusia.
- c Media simple de índices de tipo de cambio de China, India, Indonesia, Corea, Tailandia, Malasia y Filipinas.
- d Los puntos representan la expectativa de inflación a finales de 2023, según los analistas de Consensus, en marzo de 2023.
- e Media ponderada con PIB en PPP de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.
- f Media ponderada con PIB en PPP de República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía y Rusia.
- g Media ponderada con PIB en PPP de China, India, Indonesia, Corea y Tailandia.
- h Media simple de los tipos de interés oficiales de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.
- i Media simple de los tipos de interés oficiales de República Checa, Polonia, Hungría, Rumanía y Rusia.
- j Media simple de los tipos de interés oficiales de China, Corea, India, Indonesia, Tailandia, Malasia y Filipinas.

otras regiones emergentes, como reflejo del aumento de los desequilibrios externos en el caso de las economías andinas. Asimismo, estos recortes también son consecuencia de la caída de los colchones de reservas internacionales, de los elevados niveles de endeudamiento del sector público y, en algunos casos, de un fuerte incremento de la incertidumbre sobre las políticas económicas y de las tensiones sociales y políticas.

En **México** se observó una marcada desaceleración de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2022, y se espera que el PIB registre un crecimiento reducido este año. La inflación subyacente se mantiene por encima de la general y, en ambos casos, muy por encima del objetivo de la política monetaria, a pesar de la fortaleza del peso mexicano. En este contexto, los analistas y los mercados financieros consideran que el banco central de México se encuentra cerca de concluir el ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales (que se han incrementado en 700 pb, hasta situarse en el 11 %). El crédito al sector privado mostró un mayor dinamismo en la segunda mitad de 2022, hasta alcanzar tasas de crecimiento cercanas al 5 % en términos reales a principios de 2023 —2 puntos porcentuales (pp) superiores a las registradas a mediados de 2022, con el crédito al consumo creciendo ligeramente por debajo del 10 %—.

La actividad económica en **Brasil** sufrió una clara desaceleración en el segundo semestre del año (con un crecimiento intertrimestral negativo del PIB en el último trimestre), explicada principalmente por el menor dinamismo de la demanda interna, al tiempo que la inflación se situaba a finales de año en niveles mínimos desde principios de 2021. La moderación de la tasa de inflación general ha respondido, en buena parte, a la evolución de los precios regulados tras la aprobación de subsidios a ciertos productos energéticos, mientras que la tasa subyacente se ha reducido en menor medida. La finalización de los subsidios, a comienzos de 2023, ha revertido en cierta medida la tendencia descendente de la inflación. El banco central ha frenado el ciclo de subidas de tipos oficiales, que se sitúan en el 13,75 % desde agosto de 2022, y se espera una relajación de los mismos. Aunque los riesgos a las perspectivas de inflación de Brasil pueden considerarse actualmente equilibrados, la situación del mercado laboral —que registra niveles de desempleo muy reducidos y similares a los de 2015— representa un riesgo al alza significativo sobre la inflación y, en el caso de la aceleración del crédito medido en términos reales, sobre la estabilidad financiera. El país registró un fuerte aumento de las tensiones políticas y sociales desde la resolución de las elecciones presidenciales, lo que se reflejó en aumentos de los tipos de interés a largo plazo en moneda local. En la misma línea, la incertidumbre sobre el rumbo de la política fiscal podría retrasar —o incluso impedir— la esperada relajación de la política monetaria.

En **Turquía**, la desaceleración económica a partir de la segunda mitad de 2022 estuvo acompañada por una elevadísima inflación, que en octubre llegó a rebasar el 85 % en tasa interanual, para luego moderarse hasta el 55,2 % en febrero por los

fuertes efectos base y la caída de los precios internacionales de los bienes energéticos. Pese a este contexto, el banco central de Turquía (BCRT) llevó a cabo, entre agosto de 2022 y febrero de 2023, recortes de su tipo de interés de referencia por un total acumulado de 550 pb, hasta situarlo en el 8,5 %. Además, se estableció un complejo entramado de regulaciones para dirigir el crecimiento del crédito, incrementar el peso de la lira turca en el sistema bancario y reducir el diferencial entre el tipo de interés de referencia y los tipos de interés de los créditos empresariales. Estas medidas entrañan riesgos significativos para las finanzas públicas, así como para la rentabilidad de las entidades financieras.

Por otra parte, mientras que la balanza por cuenta corriente sigue ampliando su déficit y las reservas netas de divisas se mantienen en niveles muy bajos, se ha profundizado el nexo en la financiación en divisas entre el BCRT y los bancos comerciales, que han reducido sus préstamos en moneda extranjera al tiempo que aumentaban sus depósitos en moneda extranjera en el BCRT. Esto podría suponer un riesgo, ya que, una vez descontados los *swaps* de divisas con otros bancos centrales, las reservas netas del BCRT resultan negativas, al tiempo que continúa la intervención en los mercados de divisas para defender el valor de la lira turca.

Por último, se estima que los efectos de los terremotos sufridos en febrero —más allá de la destrucción del *stock* de capital— podrían ser relativamente moderados y de corto plazo sobre la actividad. No obstante, los efectos sobre la inflación podrían ser más marcados, dada la importancia relativa en el sector primario turco de la región afectada, lo que podría inducir un *shock* de oferta negativo en este tipo de productos.

1.1.2 España

La economía española creció en 2022 más de lo previsto, aunque se desaceleró en el segundo semestre. El PIB avanzó significativamente en 2022 —un 5,5 %—, aunque todavía no ha alcanzado el nivel previo a la pandemia, con una brecha de 0,9 pp. Este crecimiento se concentró, en buena medida, en la primera mitad del año, impulsado por el impacto positivo de la finalización de las medidas restrictivas para contener la pandemia, mientras que se ralentizó sensiblemente en los dos últimos trimestres. Aun así, en este último período la actividad y el empleo siguieron mostrando una resistencia mayor que la prevista, gracias a la relajación de las tensiones en los mercados de la energía a partir del verano de 2022, que está permitiendo sortear el invierno sin problemas de suministro, y también gracias al impulso fiscal desplegado en respuesta a la guerra en Ucrania y a la crisis energética.

La tónica de crecimiento muy moderado se mantendría en el primer tramo de 2023, en línea con la actividad global, en un contexto de debilidad del consumo privado. Este se ha visto afectado por la pérdida acumulada de poder adquisitivo

de los hogares, provocada por el incremento de los precios y de los tipos de interés. A pesar de una desaceleración más intensa que la anticipada de los precios energéticos a partir del verano, las presiones inflacionistas, que inicialmente se circunscribían a la energía y con posterioridad comenzaron a observarse en los alimentos, se han filtrado al resto de los componentes de la cesta de consumo, que mantienen tasas de crecimiento elevadas. Este proceso inflacionista repercute especialmente sobre los hogares de menor renta, ya que en ellos el peso del consumo de los bienes de primera necesidad es mayor. Hasta ahora, el uso de la bolsa de ahorro acumulada desde el inicio de la pandemia ha amortiguado parte del impacto de la inflación en el consumo, pero este factor de impulso podría debilitarse por la reducción de este ahorro, por su uso alternativo para amortizar préstamos —en un contexto de ascenso de los tipos de interés— y por la elevada incertidumbre.

En el medio plazo, el crecimiento económico para 2023 se ha revisado al alza gracias a las sorpresas positivas de crecimiento en 2022. De acuerdo con las últimas previsiones del Banco de España, se anticipa que la actividad recobrará un tono más dinámico a partir de la primavera (véase gráfico 1.3.1)¹, apoyada en la reducción de las tensiones en los mercados energéticos y en la disminución paulatina de las presiones inflacionistas, el despliegue de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU) y el buen comportamiento del mercado de trabajo. La disipación de los cuellos de botella globales también será un factor de soporte de la actividad en España. Estos factores se espera que compensen el impacto adverso del endurecimiento de las condiciones de financiación. Téngase en cuenta que los aumentos de los tipos de interés de la política monetaria hasta el momento se han trasladado solo parcialmente al coste de la financiación de las empresas y de los hogares españoles, por lo que este proceso continuará a lo largo de 2023.

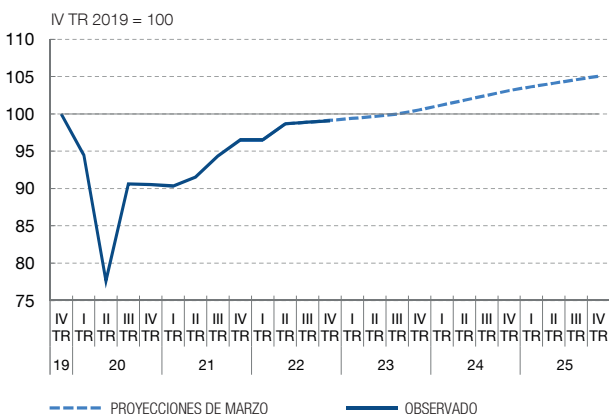
Con todo, las perspectivas de la economía española en el escenario central están sujetas a una incertidumbre extraordinaria, y los riesgos se orientan a la baja para la actividad y están equilibrados para la inflación. Por lo que se refiere a los precios, el escenario central para España contempla una moderación de la inflación (véase gráfico 1.3.2). Una inflación más elevada que la proyectada actualmente tendría efectos más negativos que los incorporados en el escenario central sobre la capacidad adquisitiva y la confianza de los agentes, y, por tanto, sobre sus decisiones de gasto, el empleo y la actividad. En este escenario adverso, también sería más probable un endurecimiento más intenso de lo previsto de las políticas monetarias a escala global.

¹ Véase «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)». En «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2023». En *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1.

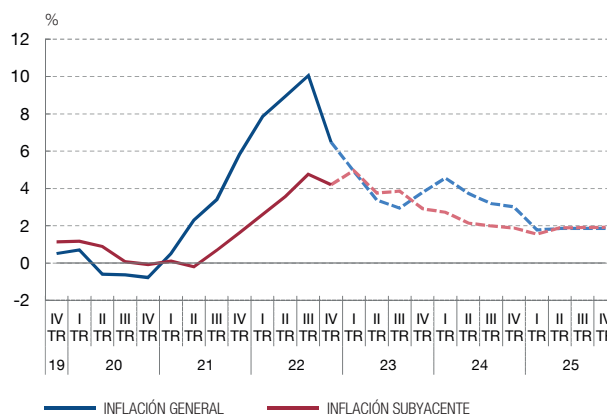
EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SORPRENDIÓ AL ALZA EN 2022, AUNQUE SE DESACELERÓ DESDE EL SEGUNDO SEMESTRE, AFECTADO POR EL IMPACTO NEGATIVO DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS SOBRE EL PODER ADQUISITIVO DE LOS AGENTES

Desde el último IEF, el ritmo de avance del producto sorprendió al alza, a pesar de su ralentización a partir del verano, afectado por la pérdida acumulada de poder adquisitivo de los agentes y la normalización de las políticas monetarias. Se anticipa un tono más dinámico a partir de la primavera del presente año, aunque este escenario continúa rodeado de una elevada incertidumbre. El principal riesgo a la baja para el crecimiento de la economía española y al alza sobre la inflación se deriva del recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, que tendría repercusiones adversas sobre los mercados de energía y las cadenas de suministros. En sentido positivo, existen elementos de soporte, como la ejecución de los proyectos vinculados al NGEU, la resolución de los cuellos de botella y el buen comportamiento del mercado laboral.

1 PIB REAL DE ESPAÑA. NIVEL (a)



2 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE (a)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Se representan los datos de PIB e inflación observados hasta el cuarto trimestre de 2022 y, en adelante, las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo de 2023.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

Desde la fecha de cierre del último IEF, las rentabilidades en los mercados interbancarios han continuado aumentando como resultado del endurecimiento de la política monetaria, si bien esta evolución se ha interrumpido tras el reciente episodio de turbulencias en los mercados financieros. Las decisiones más recientes de los principales bancos centrales de las economías desarrolladas, junto con las expectativas de que los tipos oficiales se seguirían elevando, se han traducido en ascensos de las rentabilidades interbancarias. No obstante, estos movimientos revirtieron a principios de marzo, ante el episodio de turbulencias en los mercados financieros originado por los problemas financieros de varios bancos de tamaño medio en Estados Unidos y de la entidad europea Credit Suisse. Esta situación hizo que los mercados revisaran a la baja el nivel futuro esperado de los tipos de interés oficiales. En la fecha de cierre de este Informe, el euríbor a doce meses se situaba en el 3,6%, esto es, unos 89 pb por encima de los niveles de principios de noviembre de 2022.

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia han mostrado una elevada variabilidad desde principios de noviembre. Su evolución ha estado muy condicionada por los cambios en las expectativas de los mercados sobre la duración del episodio inflacionista actual, por su efecto en el nivel terminal de los tipos de interés oficiales y la velocidad con la que estos revertirán hacia una zona neutral y, más recientemente, por la incertidumbre generada tras el episodio de inestabilidad en los mercados financieros internacionales. En la fecha de cierre de este Informe, las rentabilidades de los bonos públicos a diez años de Estados Unidos y de Alemania se situaban en el 3,4% y en el 2,2%, respectivamente, lo que supone una caída de 63 pb y un incremento de 6 pb en comparación con los niveles de principios de noviembre de 2022 (véase gráfico 1.4.1). Esta evolución ha venido acompañada de una mejoría de la liquidez en los mercados secundarios, revirtiéndose la pauta de deterioro que se había registrado en los meses anteriores (véase gráfico 1.4.2).

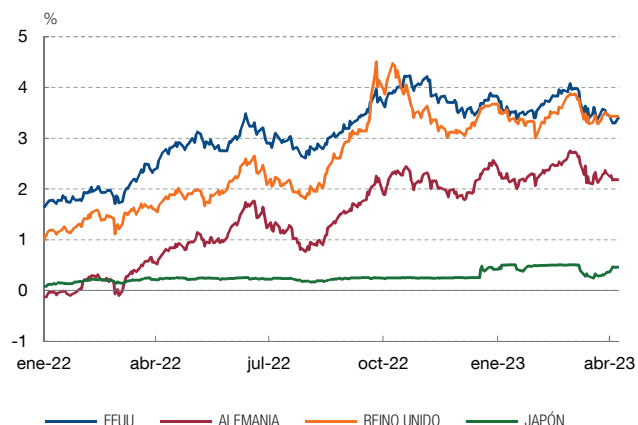
Por su parte, los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana en la UEM y las primas de riesgo de crédito corporativas han registrado descensos hasta febrero, habiéndose producido posteriormente un repunte tras el episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales. La tendencia descendente observada hasta principios de marzo respondería a la mejoría del sentimiento del mercado, que se ha podido ver apoyado en un deterioro del contexto macroeconómico menor que el que se había previsto anteriormente. En los mercados europeos de deuda soberana, los descensos de los diferenciales de rentabilidad a largo plazo han sido más acusados en las economías con mayor endeudamiento, como Grecia e Italia, y más moderados en otras, como España y Portugal. La existencia del instrumento de protección de la transmisión de la política monetaria (TPI, por sus siglas en inglés) y la prudencia con la que el BCE está abordando el proceso de reducción de su balance habrían facilitado la contención de las primas, también en las últimas semanas. Tras el reciente episodio de tensiones en los mercados financieros se ha producido un repunte moderado y transitorio de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas y más intenso de las primas de riesgo corporativas. En este último caso, el ascenso ha sido comparativamente de mayor magnitud en el segmento de mayor riesgo y, por jurisdicciones, ha sido más acusado en Estados Unidos que en el área del euro (véase gráfico 1.4.3). Posteriormente se ha observado una cierta reversión de estas subidas, si bien en la fecha de cierre de este informe, las primas de riesgo corporativas se seguían situando por encima de los niveles anteriores a este episodio.

Los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas han experimentado avances en el período analizado, impulsados por una evolución mejor que la prevista de los beneficios empresariales y por la recuperación del sentimiento de los mercados, si bien, a partir de marzo, el repunte de la aversión al riesgo y de la volatilidad ha generado fuertes descensos en las cotizaciones bursátiles, sobre todo en las del sector

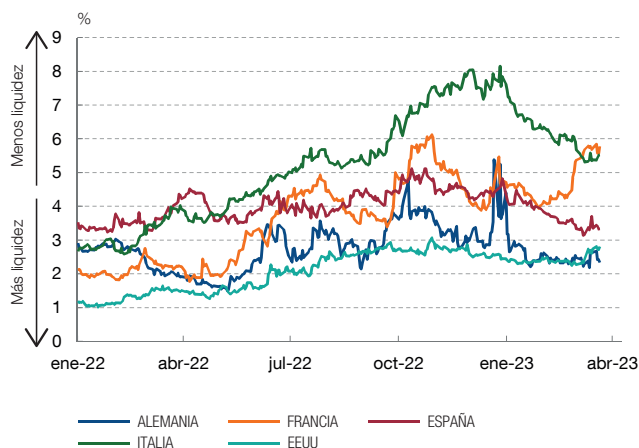
EL RECIENTE EPISODIO DE TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES HA CORREGIDO LAS TENDENCIAS OBSERVADAS EN MESES ANTERIORES, IMPULSANDO EL DESCENSO DE LAS RENTABILIDADES A LARGO PLAZO DE LAS DEUDAS SOBERANAS Y LA CAÍDA EN EL PRECIO DE LOS ACTIVOS CON RIESGO, SI BIEN ESTE ÚLTIMO MOVIMIENTO SE HA REVERTIDO PARCIAL O TOTALMENTE EN LAS ÚLTIMAS SEMANAS

Desde principios de noviembre, las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia no han mostrado una tendencia definida, estando ligadas a la evolución de las expectativas de política monetaria. Tras el reciente episodio de tensiones en los mercados financieros internacionales, se redujeron estas rentabilidades, al tiempo que repuntaron las primas de riesgo crediticias y soberanas y cayeron los índices bursátiles. No obstante, en las últimas semanas se ha observado una cierta reversión de estos movimientos. Por su parte, los índices de liquidez en los mercados de deuda soberana han mostrado, en general, una mejoría durante los últimos meses.

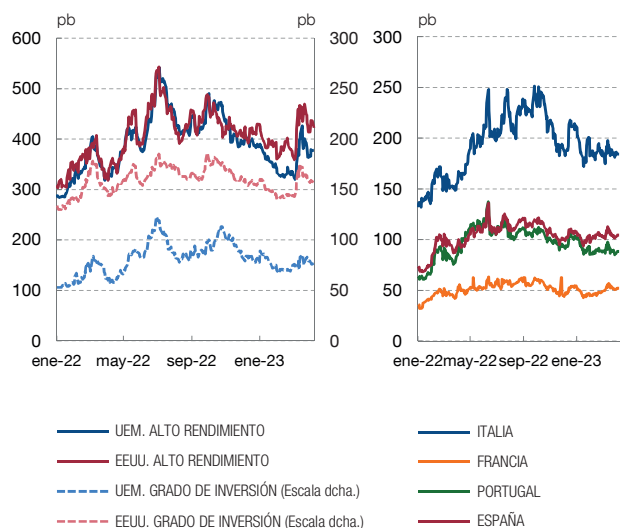
1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



2 ÍNDICES DE LIQUIDEZ SOBERANA (a)



3 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 Bloomberg Data License.

- a El índice muestra la media de las desviaciones de la rentabilidad de los bonos soberanos con vencimiento superior a un año con respecto a su valor teórico obtenido por una curva de rendimientos ajustada.
- 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.

bancario. No obstante, en las últimas semanas estas caídas han revertido parcialmente en el caso del sector bancario y completamente en el resto de ramas. En la fecha de cierre de este Informe, los índices IBEX-35, EURO STOXX 50 y S&P 500 acumulaban, desde principios de noviembre, unas ganancias del 16,4 %, 18 % y 6,6 %, respectivamente (véase gráfico 1.4.4). El IBEX-35 se situaba ya por encima de los niveles de finales de 2021 y el EURO STOXX 50 se encontraba en torno a esa referencia. Durante el mismo período, el índice del sector bancario del S&P 500 acumulaba un descenso del 16,9 %, mientras que el del EURO STOXX registraba un avance del 17,8 %.

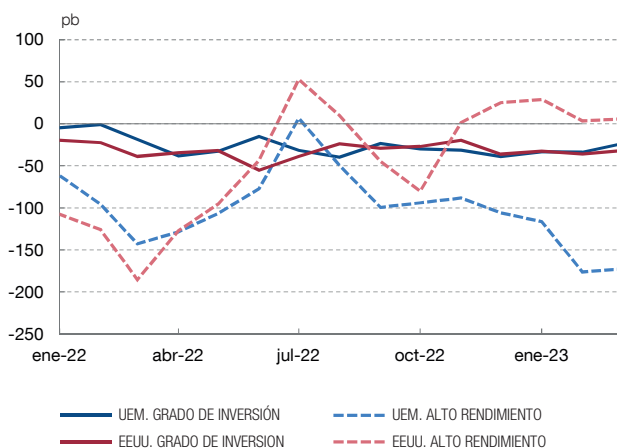
En los mercados cambiarios, el dólar estadounidense ha experimentado una sensible depreciación con respecto a las principales divisas desde principios de noviembre de 2022. Esta evolución ha podido responder a la expectativa del mercado de que el ciclo de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos podría revertir antes y con mayor rapidez que en el resto de las economías desarrolladas. Esta depreciación del dólar se había corregido parcialmente desde febrero hasta el inicio de las turbulencias en los mercados financieros, momento en el que se estabilizó el tipo de cambio euro-dólar, volviendo a depreciarse en las últimas semanas. Por su parte, el tipo de cambio del yen frente al dólar se ha apreciado en el período analizado, condicionado por el cambio en la política de control de la curva de rendimientos del Banco de Japón, que amplió en diciembre la banda de fluctuación para la deuda pública a diez años hasta los 50 pb, un posicionamiento más restrictivo.

La materialización de determinados riesgos podría desencadenar correcciones en los precios de los activos financieros, especialmente en aquellos de mayor riesgo. En primer lugar, un escenario en el que la inflación descendiera de forma más lenta de lo que anticipan actualmente los mercados financieros podría llevar a reevaluar al alza las expectativas sobre el nivel futuro de los tipos de interés oficiales. Ello podría traducirse en un repunte de las rentabilidades a largo plazo y en una caída en la valoración de los activos con riesgo, como los bonos corporativos y las acciones. En segundo lugar, un deterioro de las perspectivas macroeconómicas también podría impactar en la misma dirección sobre el precio de estos activos. Además, las relativamente reducidas primas de riesgo aumentan la probabilidad de que se desencadenen estos movimientos ante la materialización de perturbaciones adversas. Concretamente, las primas de riesgo corporativas se situaban a finales de marzo, en general, por debajo del nivel compatible con su relación histórica respecto a sus determinantes habituales (véase gráfico 1.5.1). Por lo que se refiere a los mercados de renta variable, aunque la relación entre el precio de las acciones y los beneficios por acción, en términos ajustados al ciclo, se sigue encontrando por debajo de su media histórica o en niveles muy próximos a esta, las primas de riesgo bursátiles se situarían, de acuerdo con las estimaciones disponibles, en unas cifras reducidas desde una perspectiva histórica, a pesar de su repunte reciente (véase gráfico 1.5.2).

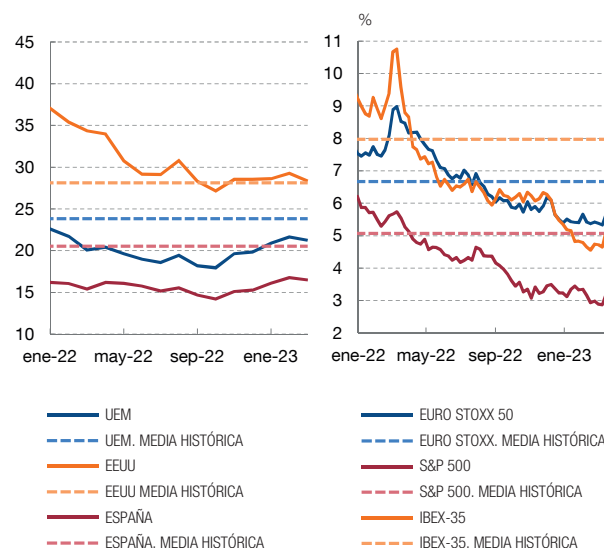
LAS PRIMAS DE RIESGO SE SITUAN EN NIVELES RELATIVAMENTE REDUCIDOS, DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Las primas de riesgo corporativas se sitúan, en general, por debajo del nivel compatible con su relación histórica respecto a sus determinantes habituales. En el caso de los mercados de renta variable, aunque la relación entre el precio de las acciones y los beneficios por acción, en términos ajustados al ciclo, se sigue encontrando por debajo de su media histórica o en niveles muy próximos a esta, las primas de riesgo bursátiles se situarían en unas cifras reducidas desde una perspectiva histórica, a pesar del repunte reciente.

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



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



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License, R. Shiller 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. Gálvez e I. Roibás, "Asset price misalignments: an empirical analysis", Documentos de Trabajo, Banco de España de próxima publicación.
- 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 periodo 1997-2023.
- 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 periodo 2006-2023.

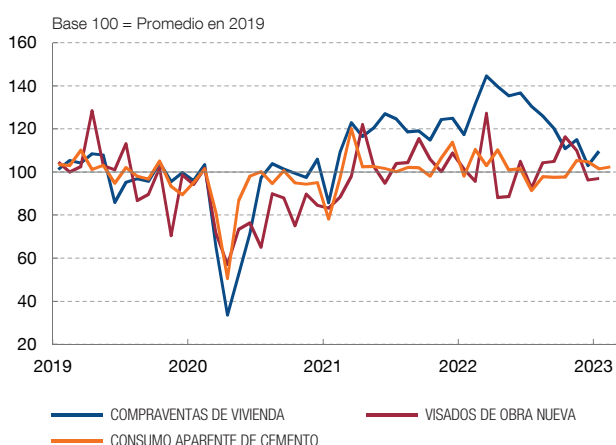
1.2.2 El mercado inmobiliario en España

Las compraventas mensuales de vivienda, tras alcanzar niveles históricamente elevados durante la primavera de 2022, han presentado posteriormente una evolución descendente, tendiendo a converger a su nivel prepandemia (véase gráfico 1.6.1). Esta pérdida de vigor se explicaría tanto por la escalada de los precios de consumo, que está reduciendo la capacidad adquisitiva de las familias, como por el endurecimiento progresivo de las condiciones de financiación, que encarece y dificulta el acceso a los fondos externos necesarios para la compra de vivienda. En el conjunto de 2022, el volumen de compraventas se situó todavía muy por encima del nivel medio observado en los años previos al inicio de la pandemia, impulsado por el elevado volumen de operaciones en la primera mitad del año. A comienzos de 2023, el número de transacciones aún permanece ligeramente por encima de sus valores prepandémicos.

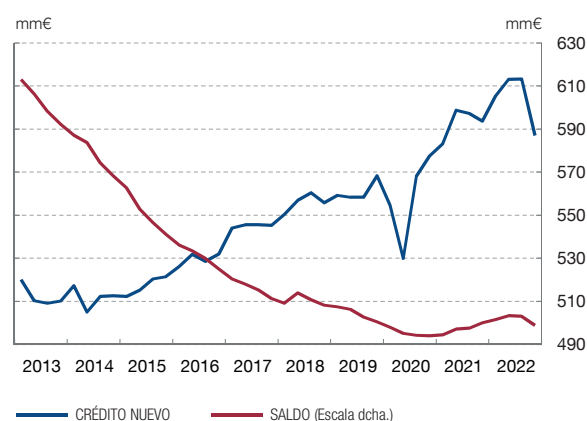
LAS COMPRAVENTAS DE VIVIENDA SE VIERON LASTRADAS EN LA SEGUNDA MITAD DEL AÑO ANTE LA PÉRDIDA DEL PODER ADQUISITIVO DE LOS HOGARES Y EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN, LO QUE TAMBIÉN SE REFLEJÓ EN UN MENOR DINAMISMO DEL FLUJO DE CRÉDITO

El número de transacciones de vivienda ha descendido desde sus elevados niveles alcanzados durante la primavera, afectado por el impacto del alza de los precios de consumo y del encarecimiento gradual de la financiación. La oferta de obra nueva continúa siendo escasa y sigue condicionada por las altas cotas alcanzadas por los costes de los materiales de construcción y una marcada insuficiencia de mano de obra en el sector. En línea con esta evolución, el flujo de nuevas hipotecas fue perdiendo dinamismo durante el segundo semestre de 2022, llegando a presentar un descenso interanual del 5,4 % en el cuarto trimestre de 2022. No obstante, el volumen de concesión hipotecaria para el conjunto de 2022 se mantiene por encima del nivel de los años previos a la pandemia. En este contexto, el saldo del crédito hipotecario se redujo un 0,2 % en 2022.

1 COMPRAVENTAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA, VISADOS DE OBRA NUEVA Y CONSUMO APARENTE DE CEMENTO (a)



2 CRÉDITO NUEVO PARA LA COMPRA DE VIVIENDA Y SALDO HIPOTECARIO (b)



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

a Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario. El último dato observado de las compraventas de vivienda y el de visados de obra nueva es enero de 2023, y el del consumo aparente de cemento es febrero de dicho año.

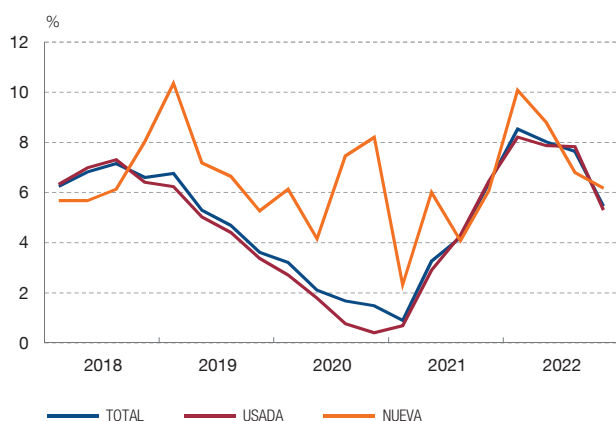
b La serie de nivel del crédito nuevo para la compra de vivienda (escala izquierda) refleja en miles de millones de euros el valor del crédito nuevo acumulado al final de cada trimestre. Esta serie se encuentra ajustada de estacionalidad. La serie de saldo de crédito hipotecario (escala derecha) refleja en miles de millones de euros el valor del saldo de crédito hipotecario al final de cada trimestre.

En consonancia con la pérdida de vigor de las compraventas de vivienda, el crédito hipotecario perdió dinamismo durante la segunda mitad de 2022. De hecho, el flujo de nuevas hipotecas se contrajo en el cuarto trimestre de 2022 un 5,4 % con respecto al último trimestre de 2021. A pesar de ello, el flujo de crédito hipotecario concedido en los tres últimos meses de 2022 se mantuvo por encima de los niveles medios trimestrales de los años previos a la pandemia (véase gráfico 1.6.2).

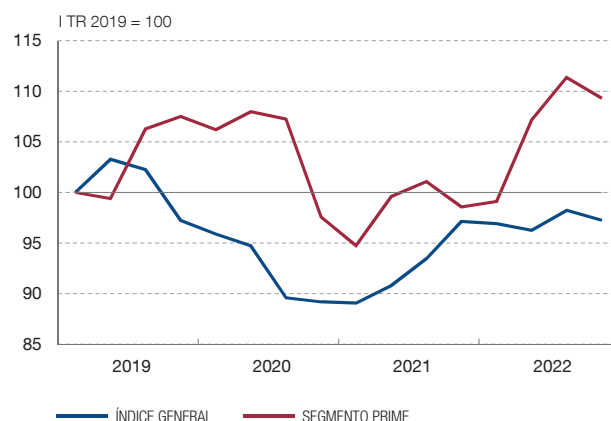
En este contexto, el saldo de hipotecas sobre vivienda también ha perdido impulso en los seis últimos meses de 2022. Así, se ha contenido gradualmente el incremento que se venía produciendo desde comienzos de 2021. De hecho, este saldo cerró el año algo por debajo del nivel de finales de 2021 (-0,2 %), debido a que las amortizaciones superaron ligeramente el flujo de crédito hipotecario nuevo.

SE MODERA EL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA Y DE LOS INMUEBLES COMERCIALES

El precio medio de la vivienda continúa mostrando mayor fortaleza que otros indicadores de actividad del mercado de la vivienda, con un crecimiento interanual que se moderó hasta el 5,5 % en el cuarto trimestre de 2022. Por su parte, los precios de los inmuebles comerciales registraron una caída intertrimestral del 1 % en 4T 2022. A esta tendencia ha contribuido fundamentalmente la evolución de los precios de los locales comerciales. Los precios en el segmento prime también habrían retrocedido en el último trimestre del año.

1 PRECIOS DE LA VIVIENDA
Variación interanual

2 ÍNDICES DE PRECIOS EN EL SECTOR INMOBILIARIO COMERCIAL (a)



FUENTES: Banco de España, Colegio de Registradores e Instituto Nacional de Estadística.

a Para calcular estos índices se divide cada mercado en estratos con inmuebles homogéneos. Posteriormente, se estima un precio para cada uno de estos estratos a partir de un modelo de regresión hedónico. Los índices agregan la información de los precios estimados para cada estrato. El valor del índice para el conjunto del mercado inmobiliario comercial se calcula como una media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento, siendo los pesos relativos para el segmento de oficinas del 4 %, para el segmento de locales comerciales del 78 % y para el segmento de naves del 18 %. Los inmuebles en zonas *prime* representan en 2022 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento inmobiliario comercial. Se identifica como *prime* cualquier tipo de inmueble de los anteriormente señalados (locales, oficinas, naves) situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos (Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia).

El saldo de crédito concedido al sector de la construcción y promoción inmobiliaria siguió contrayéndose en 2022. El saldo de este tipo de financiación, que ha presentado una evolución descendente desde la crisis financiera global, caía a finales de 2022 a un ritmo más pronunciado que durante la primera mitad de 2022 (7,9 % interanual en 4T 2022, frente al 6,6 % interanual de 2T 2022).

A pesar de ello, los visados de obra nueva repuntaron en la segunda mitad de 2022, lo que precedió a aumentos de la producción de algunos insumos de la construcción hacia la parte final de dicho año, tras su tendencia descendente en el resto del ejercicio. El repunte observado recientemente podría obedecer a la normalización de los permisos de obra tras los problemas en la disponibilidad de materiales por el fuerte alza de sus costes, que habrían conducido a retrasos en su concesión (véase gráfico 1.6.1). Con todo, la iniciación de viviendas continúa presentando unos valores históricamente reducidos, en un contexto de creciente insuficiencia de trabajadores en el sector, como refleja la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE).

La oferta de vivienda continúa mostrándose insuficiente para satisfacer la demanda, de modo que sus precios continúan creciendo en términos interanuales, si bien a menor ritmo que en trimestres anteriores. De acuerdo con la información del Instituto Nacional de Estadística (INE), el ritmo de crecimiento interanual del precio de la vivienda descendió hasta el 5,5 % en el cuarto trimestre, tasa 2,1 pp menor a la observada tres meses antes (véase gráfico 1.7.1). En tasa intertrimestral, el precio de la vivienda registró una caída del 0,8 %. En casi todas las Comunidades Autónomas los precios redujeron su crecimiento interanual, con una intensidad algo mayor en el centro peninsular y varias zonas costeras. Los precios continúan creciendo por encima de la media nacional en los archipiélagos, el sur peninsular y la cornisa cantábrica. Por segmentos, tanto el precio de la vivienda nueva como, en mayor medida, el de la usada se ralentizaron (0,6 pp y 2,5 pp, hasta el 6,2 % y el 5,3 %, respectivamente, en tasa interanual). Según la información notarial de principios del presente año, los precios de la vivienda habrían prolongado su desaceleración.

En el mercado de los inmuebles comerciales se habría detenido, durante los últimos meses de 2022, el avance que venían mostrando los precios en los trimestres anteriores. Los datos más recientes, correspondientes a 4T 2022, muestran una caída intertrimestral del 1 % en el índice general de precios del sector inmobiliario comercial (véase gráfico 1.7.2). A esta tendencia ha contribuido fundamentalmente la evolución de los precios de los locales comerciales, que suponen el grueso de los inmuebles de este tipo (78 % del volumen de transacciones en 2022). Los precios del segmento *prime*, en el que se agrupan las zonas comerciales de mayor actividad y que representó solo el 4 % del volumen de transacciones en 2022, también habrían retrocedido en el último trimestre de 2022, si bien acumulan un crecimiento interanual del 10,9 %.

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

La evolución más reciente de los beneficios empresariales evidencia una elevada heterogeneidad por tamaños y sectores. En la muestra de la Central de Balances Trimestral² (CBT), formada mayoritariamente por empresas grandes, el resultado ordinario neto aumentó en 2022 un 91,3 %. El avance de los beneficios fue más intenso en los sectores cuya actividad se recuperó en mayor medida gracias al levantamiento de las restricciones sanitarias, como el comercio, la hostelería y el transporte. Por el contrario, en otras ramas, como la industria, que no se vieron

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

beneficiadas por este factor y que tuvieron más dificultades para trasladar a los precios de venta el aumento de los costes de producción (vinculado en buena medida al alza de la energía y de otras materias primas), los beneficios presentaron una evolución menos favorable. Así, por ejemplo, en la industria manufacturera el resultado ordinario neto descendió un 8,7 %. Por su parte, la encuesta semestral sobre el acceso a la financiación de las empresas en el área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) señala que, entre abril y septiembre de 2022, la proporción de pymes españolas que declararon un descenso de sus beneficios superó ampliamente a la de las que manifestaron un aumento de estos, con una diferencia entre ambos grupos de 25 pp³. El desglose sectorial evidencia que esta evolución habría sido más adversa en la industria, en línea con los resultados de la CBT para las grandes empresas.

El porcentaje de empresas vulnerables no varió en el conjunto de la muestra de la CBT, pero sí aumentó en determinados sectores. En particular, en aquellos cuya actividad mostró un menor dinamismo y que tuvieron una menor capacidad de trasladar el aumento de los costes de producción a los precios de venta. Así, en 2022 se incrementó el porcentaje de las empresas económicamente más vulnerables, es decir, aquellas con rentabilidad sobre el activo negativa —que para el total de empresas alcanzaría el 17 %—, en la industria manufacturera⁴ (6,6 pp), el sector energético (2,8 pp) y el comercio (2,5 pp). La proporción de compañías altamente endeudadas⁵ habría aumentado igualmente en algunas de estas ramas de actividad; en concreto, en el sector manufacturero (6 pp) (véase gráfico 1.8.1).

El incremento de los tipos de interés está elevando gradualmente el coste de la financiación bancaria de las empresas endeudadas. Al cierre de 2022 ya se había trasladado al coste medio de la deuda bancaria viva de las sociedades no financieras el 40 % de la subida registrada durante el año pasado por el euríbor a tres meses⁶. Esta traslación supone un incremento de la carga financiera equivalente al 1,8 % del excedente bruto de explotación de las empresas de 2022. A corto plazo, es previsible que este proceso continúe y se complete para el *stock* de deuda sujeta a revisión de los tipos de interés y que vence a corto plazo, lo que elevaría el impacto hasta una cifra equivalente al 2,6 % del excedente bruto de explotación de 2022 para el conjunto de las sociedades no financieras⁷.

3 Para más detalles, véase Álvaro Menéndez y Maristela Mulino. (2023). «Evolución económica reciente de las pymes españolas y de su acceso a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 06.

4 Excluyendo el sector de coquerías y refino de petróleo.

5 Se definen como empresas altamente endeudadas aquellas en las que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor que 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos. Al cierre de 2022, esta ratio se situaba en el 15 %.

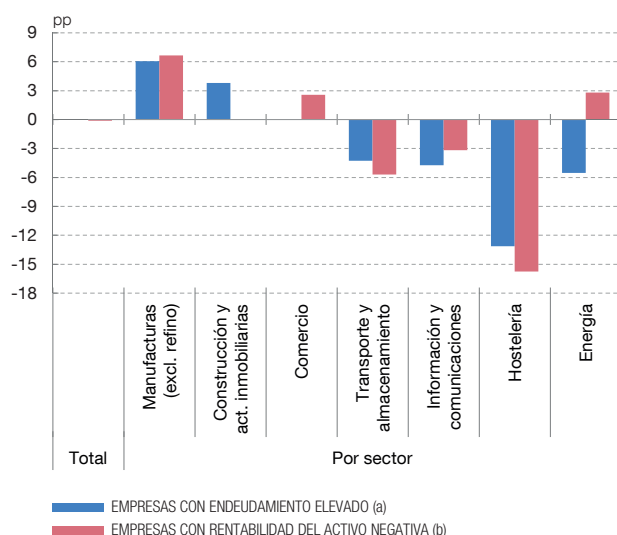
6 El tipo de interés de mercado que las entidades financieras usan habitualmente como referencia para los préstamos a sociedades no financieras es el euríbor a tres meses.

7 Esta estimación supone que el 100 % de los préstamos con vencimiento inferior a un año se renuevan en su totalidad.

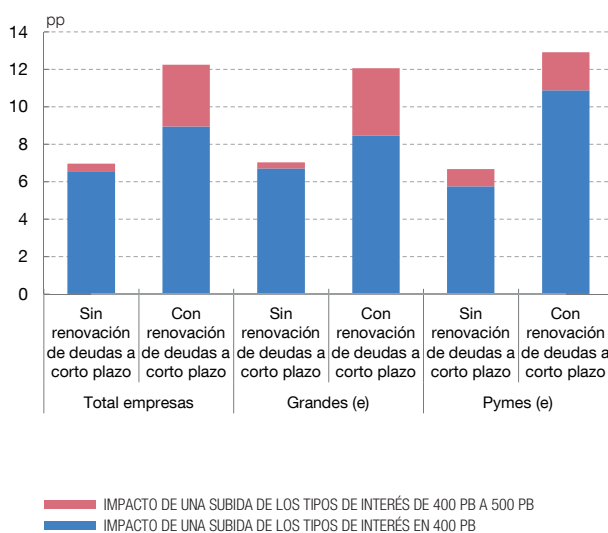
LAS DIFICULTADES PARA TRASLADAR A LOS PRECIOS DE VENTA EL ALZA DE LOS COSTES DE PRODUCCIÓN Y EL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS ESTÁN ELEVANDO LA PROPORCIÓN DE EMPRESAS VULNERABLES

En 2022, aquellos sectores cuya facturación se ha incrementado en menor medida y cuyos márgenes se han estrechado han experimentado un aumento del porcentaje de empresas vulnerables, tanto en términos de rentabilidad negativa como de elevado endeudamiento. Por otro lado, un aumento de los tipos de interés de mercado de 400 pb supondría, una vez que se traslade al coste de las deudas cuyas condiciones se actualicen en el corto plazo, un incremento de entre 6,5 pp y 8,9 pp del peso de la deuda corporativa en manos de empresas con elevada presión financiera, dependiendo del porcentaje de deudas a corto plazo que sea renovado.

1 VARIACIÓN DEL PORCENTAJE DE EMPRESAS VULNERABLES EN I-IV 2022 CON RESPECTO A I-IV 2021. CBT



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



FUENTE: Banco de España.

- Se definen como empresas con endeudamiento elevado aquellas en las que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor que 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.
- Se definen como empresas con rentabilidad del activo negativa aquellas en las que la ratio Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste es menor que cero.
- Se define como empresas con elevada presión financiera aquellas cuya ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que uno.
- En el caso sin renovación de la deuda a corto plazo, la subida de los tipos de interés se traslada completamente al tipo de interés de las deudas y los créditos a largo plazo y tipo flexible. En el caso de los depósitos se supone una traslación del tipo de referencia en línea con las regularidades históricas. El caso con renovación de la deuda a corto plazo se diferencia del anterior en que el aumento de los tipos de interés se traslada también a las deudas y créditos a corto plazo. Estas estimaciones se han realizado con los datos de la Central de Balances Integrada correspondiente a 2021.
- Definición de tamaños de acuerdo con la Recomendación 2003/361/CE.

Igualmente, se incrementa la carga financiera asociada al conjunto de las fuentes de financiación de las empresas, y la proporción de estas para las que la carga es elevada. Para valorar en su conjunto el impacto en los costes financieros de las empresas, hay que tener en cuenta que no todas las empresas tienen préstamos bancarios (alrededor de un 53 % del total) y que, además, muchas tienen otros tipos de deudas (como bonos o préstamos intragrupo) que generan pagos por intereses, así como activos financieros cuya remuneración se eleva con el aumento de los tipos de interés. Teniendo en cuenta todos estos elementos, se estima que la ratio mediana de carga financiera bruta, que se situaba en 2021 en el 12,4 %, se incrementaría a corto

plazo entre 2,9 pp y 6,8 pp⁸ para una subida de los tipos de interés de mercado de 400 pb (más elevada que el aumento de 365 pb que ha experimentado hasta ahora el euríbor a tres meses). Bajo ese mismo escenario, la proporción del total de la deuda corporativa en manos de empresas con presión financiera elevada⁹ ascendería entre 6,5 pp y 8,9 pp (véase gráfico 1.8.2), desde el 11,5 %. Para una subida de 500 pb, estos porcentajes se elevarían a un rango entre 7 pp y 12,2 pp. Por tamaño empresarial, estos impactos serían algo mayores en las pymes en el caso de que se considere la renovación de las deudas que vencen a corto plazo.

El crecimiento de las rentas nominales de los hogares ha continuado siendo inferior al de la inflación, mermando así el poder adquisitivo de las familias, particularmente de las de menor renta. Desde finales de 2020 hasta el cierre de 2022, la renta bruta disponible (RBD) de los hogares avanzó un 6,8 %, mientras que, en ese mismo período, el alza de los precios de consumo fue del 12,4 %. Se estima que la inflación acumulada durante 2021 y 2022 supone un aumento del gasto promedio en bienes corrientes de las familias del 2,8 % de su renta, siendo el impacto mayor en los quintiles de menor renta. Así, en el primer quintil el aumento de los gastos corrientes supondría un 6,4 % de su renta (véase gráfico 1.9.1).

El aumento del consumo nominal se ha traducido en una reducción significativa de la tasa de ahorro, que se ha situado por debajo de su media histórica desde el tercer trimestre de 2022. En este contexto, la información más reciente (marzo) de la encuesta mensual de confianza del consumidor de la Comisión Europea (CE) sigue señalando un deterioro en las expectativas de los hogares sobre su situación económica en los doce próximos meses¹⁰, para la mayoría de las familias, independientemente de su nivel de renta (véase gráfico 1.9.2).

El aumento de los tipos de interés también está contribuyendo a elevar la presión financiera de los hogares endeudados. A finales de 2022 se había trasladado al coste de las hipotecas vivas de los hogares el 27 % de la subida registrada por el euríbor a doce meses durante el año pasado. Para estimar el impacto en los hogares de la subida de los tipos de interés, hay que tener en cuenta que estos efectos se concentran en las familias que están endeudadas, y dentro de estas únicamente en aquellas cuya deuda es a tipo variable. De acuerdo con la Encuesta Financiera de las Familias correspondiente a 2020, el porcentaje de hogares con préstamos a tipo variable era del 29,1 %, siendo esta proporción creciente con el nivel de renta (por ejemplo, mientras que en primer quintil de renta es solamente de un 10,9 %, entre los

8 Los valores de este rango se obtienen con distintos supuestos sobre el porcentaje de la deuda que vence a corto plazo y que se refinancia. El efecto de 6,8 pp en el rango superior se corresponde con el supuesto de renovación completa de las deudas que vencen en el corto plazo.

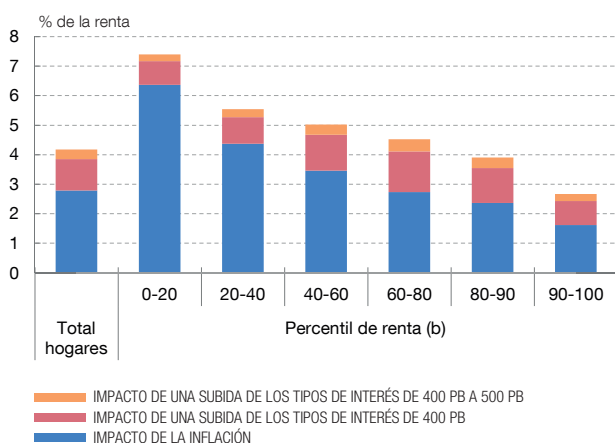
9 Se considera que una empresa tiene presión financiera elevada si la ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que uno.

10 La encuesta mensual de confianza del consumidor de la CE está disponible [aquí](#).

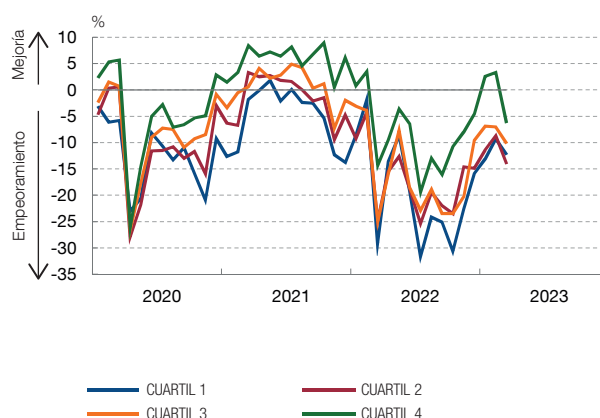
LA ELEVADA INFLACIÓN Y LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS ESTÁN DETERIORANDO LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS HOGARES, PARTICULARMENTE LA DE AQUELLOS DE MENOR RENTA

La inflación acumulada durante 2021 y 2022 supondría un aumento del gasto promedio en bienes corrientes de las familias con deuda del 2,8% de su renta. Adicionalmente, una subida de 400 pb en los tipos de interés de mercado, en línea con la registrada por el euríbor a doce meses, aumentaría la carga financiera neta para el conjunto de los hogares en 1,1 pp. En este mismo escenario, la proporción de hogares con deuda con carga financiera neta elevada se elevaría en 3,5 pp. Este efecto tendería a ser más intenso para las familias de menor renta. Todo ello habría impactado en una menor capacidad de devolución de las deudas para los hogares de menor renta. En este contexto, la mayoría de los hogares esperan que su situación económica se deteriore en los próximos meses.

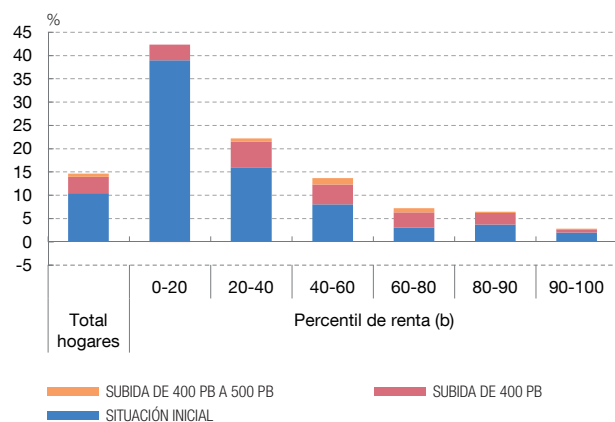
1 AUMENTO DEL GASTO DE LOS HOGARES ASOCIADO A LA INFLACIÓN Y A LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (a)



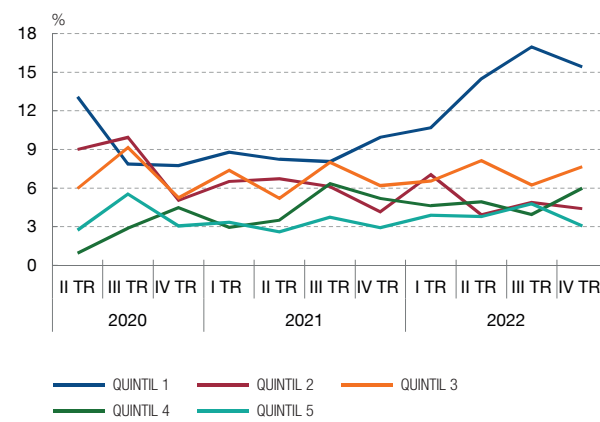
2 EXPECTATIVAS SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS HOGARES EN LOS DOCE PRÓXIMOS MESES, POR CUARTILES DE RENTA (c)



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



4 HOGARES QUE SE HAN RETRASADO MÁS DE 90 DÍAS EN LOS DOCE ÚLTIMOS MESES EN EL PAGO DE LA HIPOTECA, POR QUINTILES DE RENTA (e)



FUENTES: Encuesta sobre expectativas del consumidor (Banco Central Europeo), Encuesta sobre la confianza del consumidor (Comisión Europea) y Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España, 2020).

- a Simulaciones realizadas a partir de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España, 2020). El impacto de la inflación se obtiene de multiplicar el consumo de bienes no duraderos por la inflación acumulada en 2021 y 2022, calculada a partir del índice armonizado de precios de consumo para dicho componente de gasto. El impacto de las subidas de los tipos de interés recoge la variación de la carga financiera neta (Gastos por servicio de la deuda – Ingresos por intereses de depósitos). Se supone que las subidas de los tipos de interés se trasladan completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable, y parcialmente a los tipos de interés de los depósitos.
- b Los percentiles se definen para toda la muestra de hogares, tengan o no deudas.
- c Encuesta sobre la confianza del consumidor (Comisión Europea). Indicador = porcentaje de hogares que esperaban que su situación económica mejorara mucho $\times 1$ + porcentaje de hogares que esperaban que situación económica mejorara un poco $\times 1/2$ – porcentaje de hogares que esperaban que situación económica empeorara un poco $\times 1/2$ – porcentaje de hogares que esperaban que situación económica empeorara mucho $\times 1$.
- d La carga financiera neta se considera elevada cuando es superior al 40% de la renta del hogar.
- e Encuesta de expectativas del consumidor (Banco Central Europeo). Porcentaje de hogares que han respondido sí a la pregunta: *En los últimos doce meses, hasta donde mejor sabe, ¿su hogar se retrasó más de 90 días en el pago de la hipoteca en, al menos, una ocasión?*, sobre los hogares cuya residencia principal es una vivienda de su propiedad con hipoteca viva.

percentiles 80 y 90 es del 45,9 %). Así, se estima que para la totalidad de las familias sus gastos financieros netos (deducidos los intereses cobrados) se verían incrementados en un importe equivalente al 1,1 % de su renta ante un aumento de 400 pb del euríbor a doce meses (ligeramente inferior al incremento de unos 410 pb observado hasta ahora), una vez que se actualicen las condiciones de los préstamos vivos a tipo variable¹¹ (véase gráfico 1.9.1). Este efecto tiende a crecer con la renta hasta el quintil cuarto (0,8 % para el primer quintil y 1,4 % para el quintil cuarto).

El aumento de los tipos de interés estaría elevando también el porcentaje de hogares con posición financiera vulnerable. En este mismo escenario, el porcentaje de hogares con deuda con una carga financiera neta elevada¹² se incrementaría en 3,5 pp, hasta el 13,9 %, siendo aquellas familias que se sitúan entre el percentil 20 y el 60 de renta las que se verían más afectadas por esta perturbación (véase gráfico 1.9.3). Ante una subida de 500 pb, este último porcentaje se elevaría hasta el 14,6 %. Las medidas de alivio del nuevo Código de Buenas Prácticas¹³ ayudarían a mitigar estos efectos de manera significativa (véase el capítulo temático sobre los Códigos de Buenas Prácticas para más detalles).

El alza de los precios de consumo y la subida de los tipos de interés ya estarían mermando la capacidad de repago de ciertas deudas para los hogares más vulnerables. Así, de acuerdo con la encuesta sobre expectativas del consumidor del BCE¹⁴, entre los hogares situados en el quintil inferior de la renta que tienen un préstamo para vivienda vivo se habría observado un incremento del porcentaje de aquellos que se han retrasado más de 90 días en el pago de su hipoteca durante 2022, si bien en el último trimestre del año este porcentaje se habría moderado, mientras que en el resto de los quintiles este porcentaje se habría mantenido relativamente estable (véase gráfico 1.9.4). De igual modo, en los últimos trimestres habría aumentado de forma generalizada el porcentaje de hogares que esperan refinanciar su hipoteca en el próximo año, aunque lo habría hecho con mucha más intensidad en el quintil de menor renta.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

En 2022, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) volvió a reducirse más de lo anticipado, aunque la mejora se atenuó durante los últimos meses

-
- 11 En caso de que la subida del euríbor a doce meses fuese de 500 pb, los gastos financieros netos de los hogares aumentarían en el 1,4 % de la renta.
 - 12 La carga financiera neta se considera elevada cuando la ratio (Gastos por servicio de la deuda - Ingresos por intereses de depósitos) / Renta del hogar es superior al 40 %.
 - 13 [Real Decreto-ley 19/2022](#), de 22 de noviembre, por el que se establece un Código de Buenas Prácticas para aliviar la subida de los tipos de interés en préstamos hipotecarios sobre vivienda habitual, se modifica el [Real Decreto-ley 6/2012](#), de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos, y se adoptan otras medidas estructurales para la mejora del mercado de préstamos hipotecarios.
 - 14 La encuesta sobre expectativas del consumidor del BCE está disponible [aquí](#).

del año (véase gráfico 1.10.1). En el conjunto de 2022, el déficit de las AAPP, en porcentaje del PIB, se situó en el 4,8 %, 2,1 pp por debajo de la cifra registrada el año anterior y 0,2 pp menos de lo anticipado por el Gobierno en octubre. La mejora con respecto a 2021 se debió al elevado crecimiento de la actividad económica (10 % en términos nominales), que impulsó los ingresos. El impacto presupuestario de las medidas de apoyo a hogares y a empresas, aprobadas en respuesta a la guerra en Ucrania y al aumento de los precios energéticos, se compensaron con menores gastos ligados al COVID-19, lo que contribuyó a contener el avance de los gastos. No obstante, en los últimos meses del año se produjo un cierto empeoramiento. Por un lado, los ingresos públicos se desaceleraron, afectados por el ajuste a la baja del consumo de los hogares¹⁵. Por otro lado, los gastos aumentaron considerablemente en el último cuarto del año, impulsados por las subvenciones a hogares y a empresas, y por la paga adicional retroactiva del 1,5 % a los empleados públicos.

Las últimas previsiones del Banco de España sitúan el déficit y la deuda públicos en 2025 en valores ligeramente inferiores a los registrados en 2022 (véase gráfico 1.10.1). Las proyecciones, publicadas el pasado 22 de marzo¹⁶, apuntaban a un déficit al final de 2022 en torno al 4,6 % del PIB, aproximadamente en línea con el dato publicado por la Intervención General de la Administración del Estado nueve días después. A falta de nuevas medidas, entre 2022 y 2025 apenas se producirían cambios en el saldo de las AAPP. Por un lado, el impacto favorable de la eliminación en 2024 de las medidas de apoyo aprobadas tras la guerra en Ucrania se vería parcialmente compensado, en 2025, con la desaparición de los recursos transitorios recabados para financiar dichas medidas¹⁷. Por otro lado, los efectos positivos de la expansión cíclica —mucho más moderados que en 2021 y 2022— se verían más que contrarrestados por los mayores pagos en algunas partidas de gasto, como las pensiones, y por una cierta normalización en la recaudación tributaria, tras los fuertes incrementos recientes. Por su parte, la deuda pública, tras situarse al cierre de 2022 en el 113 % del PIB, mostraría un ligero descenso adicional. No obstante, se mantendría en niveles en torno al 110 % del PIB, debido al mantenimiento de saldos primarios negativos y a la reducción de la brecha favorable entre el crecimiento del PIB y la carga por intereses.

La persistencia de un nivel de deuda pública en porcentaje del PIB por encima del 100 % constituye un riesgo a medio plazo para la economía española. En ausencia de tensiones en los mercados financieros, la carga que supone la actual

15 En particular, los ingresos fiscales (impuestos más cotizaciones sociales), tras crecer un 11 % interanual en los tres primeros trimestres, aumentaron solo un 4,3 % en el último trimestre.

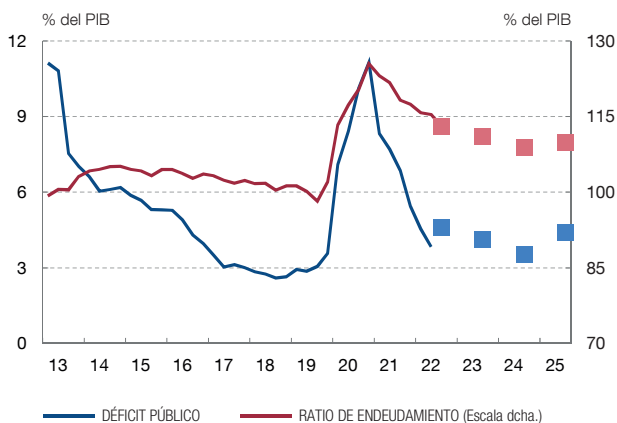
16 Véase Banco de España. (2023). «Recuadro 1. Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2025)». En «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2023». En *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1.

17 Esto es, los gravámenes extraordinarios sobre los beneficios de las empresas energéticas y financieras, el impuesto temporal de solidaridad sobre las grandes fortunas y la limitación temporal a las deducciones en el impuesto sobre sociedades.

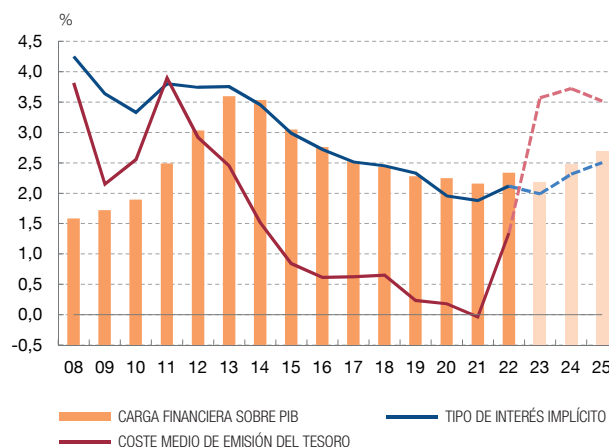
LA MEJORA DEL SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS ESTARÍA AGOTÁNDOSE, EN AUSENCIA DE NUEVAS MEDIDAS, PERSISTIENDO UNA SITUACIÓN DE VULNERABILIDAD A MEDIO PLAZO

El déficit de las Administraciones Públicas se redujo en 2,1 pp en 2022, hasta el 4,8 % del PIB. No obstante, en los últimos meses del año, la desaceleración de los ingresos y el avance sostenido del gasto habrían revertido parcialmente la mejora previa. En ausencia de un proceso de consolidación, los niveles de déficit y deuda pública continuarían siendo elevados, constituyendo una fuente de riesgo para la economía española a medio plazo. El aumento de los gastos estructurales y la reversión de la tendencia decreciente de los pagos por intereses en porcentaje del PIB refuerzan esa necesidad de consolidación.

1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP (a)



2 COSTE DE LA DEUDA PÚBLICA



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

a Los cuadrados corresponden a las Proyecciones macroeconómicas del Banco de España publicadas el 22 de marzo de 2023, nueve días antes de la publicación del cierre de 2022 por la IGAE.

deuda pública española podría ser absorbida con aumentos moderados en los ingresos fiscales o en la deuda. No obstante, la evidencia histórica muestra cómo, en escenarios de crisis, la necesidad de sostener la actividad económica y las rentas de los agentes con apoyo público implica un aumento significativo de la deuda pública. Asimismo, niveles de endeudamiento elevados incrementan la sensibilidad de las finanzas públicas ante posibles episodios de aumento en su coste.

Reducir esos riesgos requeriría de un proceso de consolidación de las finanzas públicas españolas, que sea sostenido en el tiempo y esté adecuadamente graduado a la evolución macroeconómica. En última instancia, la sostenibilidad de la deuda pública depende de la confianza de los agentes en la capacidad de los Estados para compensar en los períodos de expansión económica los esfuerzos realizados durante las crisis. En la actual coyuntura de la economía española, el impulso expansivo que proporcionan los fondos del programa NGEU (sin un coste presupuestario inmediato) permitiría acometer ya el inicio de dicho proceso de consolidación.

En este sentido, la desactivación de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en 2024, marcará el retorno a un contexto de reglas

fiscales a nivel europeo. De acuerdo con las últimas orientaciones de la CE para la política fiscal de los países miembros, España debe presentar esta primavera un programa de estabilidad que conduzca a un déficit de las AAPP sistemáticamente por debajo del 3 % y que propicie una senda continuamente decreciente de la deuda.

La consolidación de las finanzas públicas españolas parte de un volumen de gasto estructural que se ha elevado desde el inicio de la pandemia de COVID-19 y que continuará viéndose presionado al alza por las demandas derivadas del proceso de envejecimiento y de la lucha contra el cambio climático, entre otros factores. Desde 2019, el gasto público primario en porcentaje del PIB se ha elevado en más de 3 pp¹⁸. Inicialmente, el aumento se debió a las medidas extraordinarias de apoyo público en el contexto de la pandemia, primero, y de la guerra en Ucrania y sus consecuencias en los mercados energéticos, después. No obstante, en 2022 esas medidas transitorias han reducido su importancia, a pesar de lo cual el gasto primario se mantiene sustancialmente por encima de los niveles previos a la pandemia¹⁹. Esta evolución recoge ya en parte los efectos del envejecimiento de la población española sobre la demanda de prestaciones y servicios sociales, efectos que se harán más marcados a medio plazo y que se añadirán a otros más novedosos, como la inversión y las compensaciones necesarias para favorecer la lucha contra el cambio climático, que requerirá la participación y el apoyo decidido de los poderes públicos. En este contexto, la internalización fiscal de los efectos externos que generan las emisiones de CO₂ se plantea como la alternativa más efectiva para financiar al menos parte del proceso de transición.

Por su parte, las presiones inflacionarias y la normalización de la política monetaria acometida por el BCE desde el inicio de 2022 han puesto fin al proceso de caída continuada del gasto en intereses en porcentaje del PIB (véase gráfico 1.10.2). El fuerte incremento de los pagos por intereses registrado en 2022 (21,3 %) se debería principalmente al efecto de la mayor inflación europea en dicho año sobre los intereses devengados de la deuda del Tesoro indiciada a esta²⁰. Por otra parte, el cambio en la política monetaria del BCE ha supuesto que el coste medio de emisión del Tesoro pase del 0 % en 2021 al 1,3 % en 2022. En los primeros meses del año en curso, este se situaba ya por encima del 3 %, esperándose

18 Ajustado de ciclo y excluyendo el gasto financiado con el programa NGEU.

19 El repunte del gasto habría venido acompañado de un aumento también extraordinario de los ingresos. No obstante, como se señala en *García-Miralles y Martínez Pagés (2023)*, la mayor parte de este aumento de la ratio de ingresos sobre PIB no podría explicarse por la evolución de las bases tributarias, las elasticidades históricas o las medidas adoptadas. Se plantea así un riesgo de que dicho aumento no sea persistente en el tiempo.

20 La deuda indiciada a la inflación ascendía a 64,9 mm de euros a comienzos de 2022, lo que supone un 4,5 % del total. Tanto la remuneración como el principal a devolver de los bonos indiciados emitidos por el Tesoro dependen de la inflación acumulada desde la emisión. Según los criterios de Contabilidad Nacional, los intereses devengados en el año incluyen tanto los mayores pagos regulares derivados de esa mayor inflación como el aumento en el principal a devolver resultante. Este último ha sido muy importante en 2022.

incrementos adicionales en los próximos meses, según las expectativas vigentes en los mercados. Debido a la relativamente elevada vida media de la deuda preexistente²¹, este incremento se traslada al tipo de interés implícito del saldo vivo de la deuda de forma muy progresiva. De ahí que el aumento anticipado para 2025 en la carga por intereses en porcentaje del PIB sea moderado (hasta el 2,7 %). Sin embargo, a modo de ejemplo de la mayor sensibilidad que implican los niveles actuales de deuda, un aumento de 100 pb en la senda de tipos de interés esperados, tanto de corto como de medio y largo plazo, incrementaría dicha ratio en 2025 en otros 0,4 pp.

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

En la segunda mitad de 2022, las entradas de capital en España (64 mm) superaron a las adquisiciones netas de activos exteriores por parte de los residentes (55 mm), si bien estos flujos fueron más moderados que en la primera mitad del año. Los destinos relevantes de las compras netas realizadas por los inversores internacionales fueron los depósitos bancarios a corto plazo y los títulos de deuda de las instituciones financieras, mientras que desinvertieron en valores de renta fija de las AAPP, en concreto en los de corto plazo.

La posición de inversión internacional (PII) deudora neta de España ha continuado con su senda de corrección durante 2022, reduciéndose hasta el 60,5% del PIB al cierre del año, el nivel más bajo en 18 años (véase gráfico 1.11.1). Sin embargo, el nivel actual todavía es relativamente elevado en comparación con nuestros principales socios comerciales. En 2022, esta ratio descendió en 11 pp, de los que 6,5 pp fueron resultado del avance del PIB, el factor que más contribuyó a esa disminución. En términos de volumen, la PII deudora neta disminuyó gracias a los importes positivos del saldo de las transacciones financieras con el exterior y, en mayor medida, a los efectos valoración y otros ajustes (véase gráfico 1.11.2). Esto último se explica en gran medida por las minusvalías de los pasivos que fueron muy superiores a las de los activos. Así, el aumento de los tipos de interés, redujo fuertemente el valor de los títulos de deuda en manos de los no residentes. En el caso de los activos exteriores, el descenso de su valor estuvo asociado a la caída de las cotizaciones de las acciones y de las participaciones en fondos de inversión extranjeros en manos de los inversores nacionales.

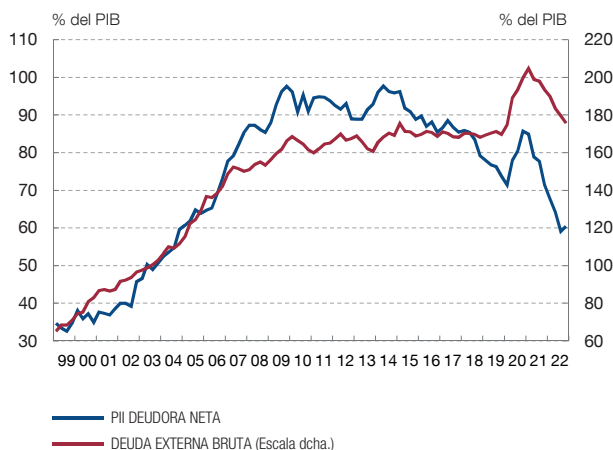
La deuda externa bruta de la nación también se redujo en 2022 en 17,7 pp del PIB, hasta el 175,7 %, como consecuencia fundamentalmente del avance del

21 En concreto, para los valores a corto, medio y largo plazo emitidos por la Administración Central, la vida media al final de 2022 era de 7,7 años, 0,1 años menos que doce meses antes.

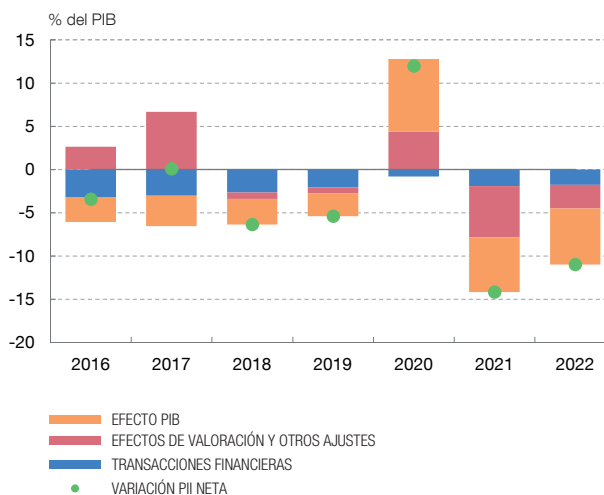
LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) DEUDORA NETA Y LA DEUDA EXTERNA BRUTA DE ESPAÑA SE HAN REDUCIDO EN 2022, EN RELACIÓN CON EL PIB

La PII deudora neta de España se redujo en 11 pp de PIB en 2022, situándose en el 60,5 %, el nivel más bajo en 18 años. Ello fue resultado de la favorable evolución de todos los componentes, particularmente del avance del PIB nominal. Por su parte, la ratio de deuda externa bruta de España se ha reducido casi exclusivamente gracias al crecimiento del PIB. En términos de volumen apenas se redujo en 2,3 mm en el conjunto de de 2022, y alcanzó su máximo histórico en el primer trimestre del año, que fue de 2.351 mm.

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



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



FUENTE: Banco de España.

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

producto. En términos de volumen, el endeudamiento bruto exterior apenas descendió en 2,3 mm en el conjunto de 2022, habiendo alcanzado su máximo histórico en el primer trimestre del año, que fue de 2.351 mm. Este elemento de vulnerabilidad de la economía española se ve mitigado, en cierta medida, por la composición de los pasivos, al predominar los emitidos a largo plazo y por el sector público, estar denominados en euros y ser principalmente a un tipo de interés fijo.

