

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

La economía global se está desacelerando en un contexto de presiones inflacionistas todavía elevadas y políticas monetarias restrictivas. Las perspectivas de crecimiento económico han tendido a deteriorarse en numerosos países, y especialmente en el área del euro y China. En los mercados emergentes se ha producido una mejoría de las condiciones, pero ello es compatible con la presencia de áreas de vulnerabilidad en algunas de las economías con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones significativas.

La economía española, aunque ha mostrado un crecimiento económico relativamente robusto, también afronta un cierto debilitamiento. Las principales fuentes de riesgo sobre su crecimiento están relacionadas con el desempeño de la economía mundial, los efectos del endurecimiento de la política monetaria y las tensiones geopolíticas.

En los mercados financieros, a pesar de que han seguido elevándose los tipos de interés libres de riesgo, las primas de riesgo continúan estando muy contenidas, situándose en niveles históricamente reducidos. El mercado inmobiliario español también se está viendo afectado por el aumento de los tipos de interés, con un descenso marcado del volumen de compraventas y nuevas hipotecas, si bien, hasta ahora, la desaceleración de los precios está siendo más gradual.

Por su parte, la situación económica y financiera de los hogares y las empresas ha mostrado, en términos agregados, una evolución favorable en los últimos dos trimestres gracias al dinamismo de las rentas. Sin embargo, la traslación gradual del aumento de los tipos de interés al coste de las deudas eleva la presión financiera de los agentes endeudados. El avance de la actividad económica también está permitiendo una mejora del déficit público, que sigue siendo elevado, y de la deuda pública, que sigue constituyendo un elemento de vulnerabilidad.

1.1 Entorno macroeconómico

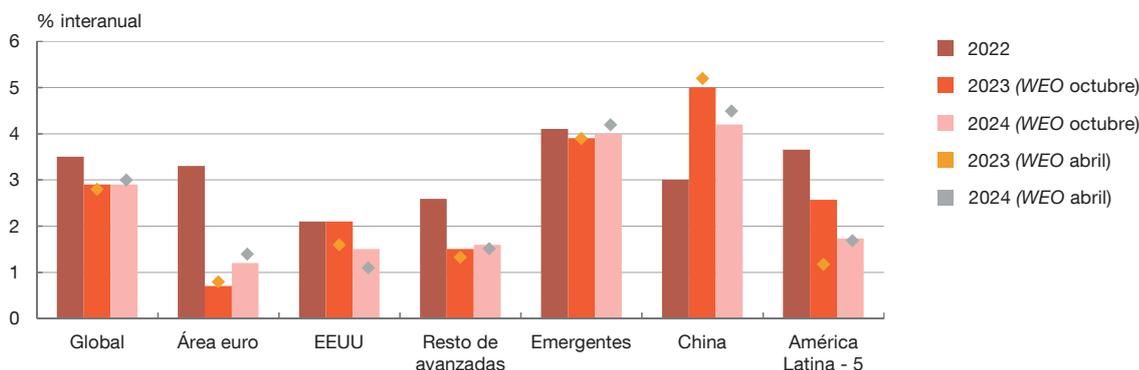
1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

En los meses transcurridos de 2023, la actividad económica mundial se ha desacelerado, al tiempo que se han reducido las tasas de inflación. Si bien el avance del PIB en la primera mitad del año resultó mayor de lo esperado, con sorpresas positivas en algunas economías, como Estados Unidos, los indicadores más recientes apuntan a una creciente debilidad económica, que se habría trasladado desde las manufacturas al sector de los servicios en la segunda mitad

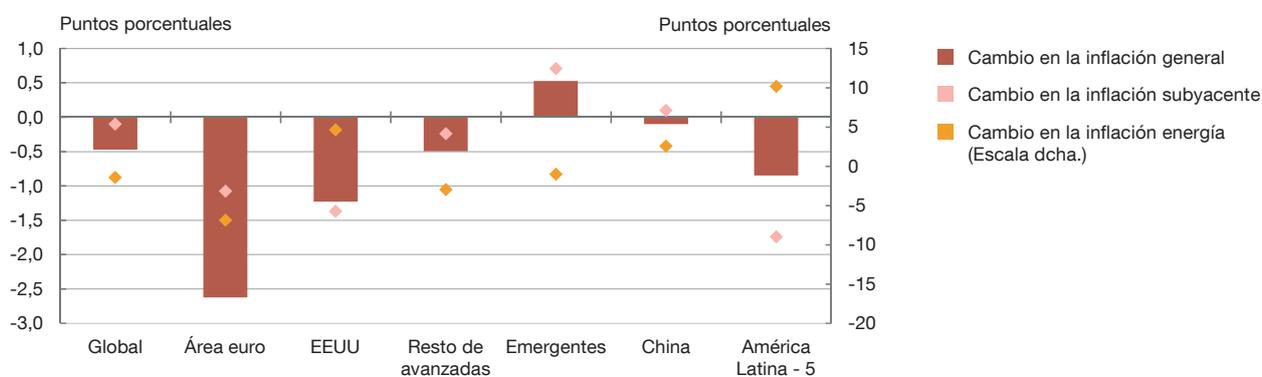
Gráfico 1.1

Desaceleración económica desigual por regiones y corrección limitada de las tasas de inflación subyacente

1.1.a Perspectivas de crecimiento del PIB (2022-2024) (a)



1.1.b Variación en la inflación general y subyacente entre abril de 2023 y septiembre de 2023 (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales y Refinitiv.

a Previsiones del WEO de octubre de 2023. En rombos, las previsiones correspondientes al mes de abril.

b La inflación es la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo. El agregado «Global» incluye Estados Unidos, área del euro, Reino Unido, Japón, Canadá, Noruega, Suecia, Suiza, China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, R. Checa, Hungría, Polonia, Rusia y Turquía. El agregado «Emergentes» incluye China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, R. Checa, Hungría, Polonia, Rusia y Turquía. El agregado «América Latina - 5» incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

del año. La prolongación de la guerra de Ucrania, las aún elevadas tensiones inflacionistas, el consiguiente tono más restrictivo de las políticas monetarias y la fuerte desaceleración en China están lastrando el crecimiento global.

Desde primavera, las perspectivas de crecimiento mundial para 2023 y 2024 se han revisado de manera heterogénea por áreas geográficas (véase gráfico 1.1.a).

Así, en Estados Unidos y América Latina las revisiones han sido al alza, por el mayor dinamismo económico que han venido mostrando ambas regiones. Por el contrario, en el área del euro las expectativas de crecimiento para ambos años se han revisado a la baja, debido, entre otros factores, al endurecimiento de las condiciones financieras, la menor demanda externa y el repunte de los precios de la energía. Por su parte, en China se han rebajado notablemente las perspectivas económicas como consecuencia de la crisis inmobiliaria que viene atravesando el país (véase recuadro 1.1) y de la debilidad de la demanda interna y externa.

Los riesgos para el crecimiento mundial siguen sesgados a la baja. Entre los riesgos para la actividad destacan los derivados de las tensiones geopolíticas, no solo por la incertidumbre sobre la duración y el alcance de la guerra de Ucrania o el reciente conflicto desencadenado en Oriente Próximo, sino también por las perspectivas de fragmentación comercial y financiera en bloques geoestratégicos, que lastraría el comercio y el crecimiento global. Un endurecimiento adicional de las condiciones financieras, derivado de un deterioro de la situación inflacionista, de peores perspectivas fiscales en algunos países sistémicos, como Estados Unidos, o de mayores primas de riesgo, afectaría también negativamente a la economía mundial.

El balance de riesgos para la inflación es ahora más equilibrado. Aunque las tasas de inflación general se han reducido (véase gráfico 1.1.b), la persistencia de la inflación subyacente en tasas muy elevadas ilustra bien la existencia de algunos riesgos al alza. En este sentido, la reducida holgura de los mercados laborales —que podría derivar en mayores presiones salariales— o el repunte reciente de los precios de la energía —que tienen su origen fundamentalmente en factores de oferta y que podrían agravarse con el conflicto en Oriente Próximo— podrían generar nuevas tensiones inflacionistas. Por otro lado, factores como la normalización de las cadenas de suministro a escala global, el endurecimiento del tono de las políticas monetarias y el menor crecimiento esperado global estarían actuando en la dirección opuesta.

En las economías emergentes, los mercados financieros registraron un comportamiento relativamente favorable en los últimos meses. La mejoría fue especialmente reseñable en América Latina (véanse gráficos 1.2.a y 1.2.b) como resultado de factores diversos. En primer lugar, esta región ha alcanzado unos tipos de interés comparativamente más elevados que otras geografías en el actual ciclo contractivo de la política monetaria, tras haber comenzado a aumentarlos de forma más temprana y en mayor magnitud. Esto ha permitido a los países latinoamericanos contener las tensiones depreciatorias sobre sus monedas procedentes del endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas. Además, las sorpresas positivas de la actividad en Brasil y México y la evolución favorable del precio de las materias primas han contribuido también a este buen desempeño.

En la mayor parte de las economías emergentes, las tasas de inflación continuaron reduciéndose en el período reciente. No obstante, lo han hecho de forma más lenta en los últimos meses, por el repunte reciente de los precios de la energía. En este contexto, la mayoría de los bancos centrales han pausado el ciclo de endurecimiento monetario e incluso algunos, como Brasil, Chile, Hungría y Polonia, los han empezado a reducir. Por el contrario, en Rusia y Turquía los tipos de interés se elevaron sustancialmente para contener las presiones inflacionistas.

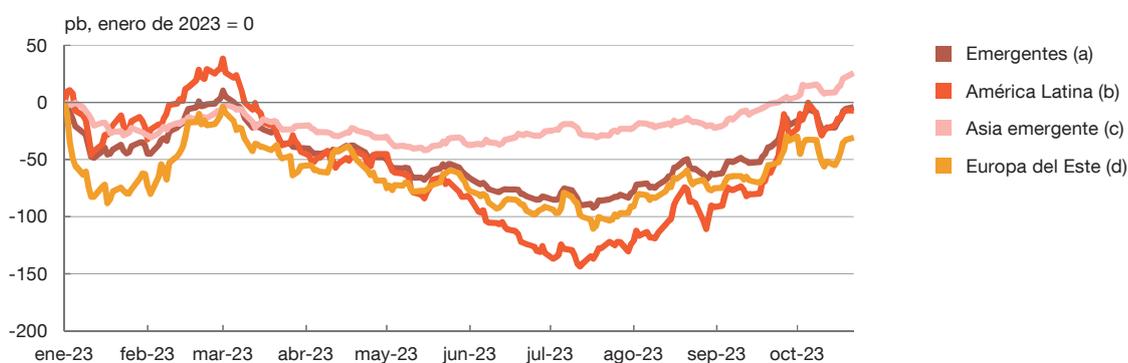
Con todo, los riesgos para el crecimiento en las economías emergentes siguen orientados a la baja. Una falta de sincronización de sus políticas monetarias con

Las economías emergentes muestran una evolución financiera favorable

1.2.a Tipos de cambio frente al dólar. Un aumento indica apreciación frente al dólar



1.2.b Variación de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en moneda local



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a Media de las tres regiones representadas.
- b Media simple de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.
- c Media simple de China, Corea, Malasia, Filipinas, Tailandia, India e Indonesia.
- d Media simple de República Checa, Hungría, Polonia, Rusia y Rumanía.

respecto a las de las economías avanzadas podría dar lugar a una depreciación de la mayor parte de las monedas de estos países frente al dólar y a un comportamiento menos favorable de los flujos de capitales. Un crecimiento menor de lo esperado en las principales economías avanzadas reduciría la contribución del sector exterior al avance de su PIB. En sentido contrario, el alza reciente de los precios de la energía y los alimentos podría afectar particularmente al proceso de reducción de la inflación de las economías emergentes, dado el mayor peso relativo de estos componentes en sus cestas de consumo. Finalmente, en algunos países emergentes existen riesgos derivados de las tensiones políticas y la incertidumbre sobre las políticas económicas. En lo que sigue se repasan las principales vulnerabilidades de las economías emergentes con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones significativas.

En México, la actividad económica ha sorprendido al alza, en un contexto de evolución favorable de su sistema bancario. El crecimiento de la economía

mexicana fue mayor de lo esperado en el primer semestre de 2023. Aunque la inflación general ha venido mostrando una trayectoria descendente, la subyacente permanece en niveles muy elevados, por encima de la general. En este contexto, el banco central ha mantenido los tipos de interés oficiales en el 11,25 % desde marzo de 2023 —después de un incremento acumulado de 725 pb desde junio de 2021—. El sistema bancario mexicano mantiene niveles de capital y liquidez por encima de los mínimos regulatorios y el crédito al sector privado ha mantenido su dinamismo. En lo referente a otros riesgos, una agencia de calificación crediticia revisó a la baja la calificación de la empresa petrolera estatal PEMEX, subrayando que podría suponer un factor negativo para la calificación de la deuda soberana mexicana.

En el caso de Brasil, se han producido algunos avances en el ámbito fiscal, donde se concentran sus principales vulnerabilidades económicas. La actividad económica brasileña también sorprendió al alza en el primer semestre, al tiempo que se mantuvo la tendencia descendente de inflación, si bien no de forma sostenida. El banco central inició en agosto un ciclo de relajación monetaria que se ha plasmado en dos recortes de los tipos de interés oficiales de 50 pb, hasta situarlos en el 12,75 %, en un contexto de fijación de un objetivo de inflación del 3 % y avances en las reformas fiscales, con la aprobación de una nueva regla fiscal y una reforma del sistema impositivo. Este refuerzo del marco institucional del país se reflejó en un comportamiento favorable de los mercados financieros y en la mejora de la calificación soberana en un escalón, por primera vez desde 2009. Aunque los riesgos para la economía brasileña pueden considerarse ahora más equilibrados, persisten algunos de índole fiscal y financiera. Entre ellos, el uso de la empresa petrolera pública para contener el aumento de los precios de la energía e impulsar la inversión pública, o de la banca pública para financiar un nuevo plan de inversión a medio plazo.

En Turquía se ha producido un giro hacia políticas económicas más ortodoxas tras la celebración de las elecciones presidenciales. El crecimiento de la economía turca siguió mostrando una notable fortaleza en la primera mitad de 2023, como resultado de la profundización de políticas fiscales y monetarias expansivas que agravaron los desequilibrios existentes, como una inflación muy elevada (cercana al 40 %) y un abultado déficit por cuenta corriente. No obstante, tras las elecciones de mayo, las autoridades han promovido medidas de ajuste fiscal y una política monetaria más restrictiva, con subidas de tipos de interés entre junio y septiembre de 1650 pb (hasta el 25 % actual). Adicionalmente, el banco central ha introducido algunas medidas para contener el crecimiento del crédito y ha iniciado un proceso de simplificación regulatoria (por ejemplo, con medidas encaminadas a eliminar los depósitos protegidos de variaciones cambiarias). Asimismo, se han reducido sustancialmente las intervenciones en el mercado cambiario, para recomponer las reservas internacionales y permitir un ajuste del tipo de cambio, aunque ello ha llevado a una depreciación cercana al 30 % de la lira turca frente al dólar y a un nuevo repunte de la inflación en los últimos meses. El programa de ajustes afronta desafíos notables en el entorno actual de elevada incertidumbre macrofinanciera.

1.1.2 España

El crecimiento de la economía española se ha moderado sustancialmente a lo largo de este año, debido a la pérdida de impulso de la actividad económica global tras la recuperación de la pandemia y el impacto acumulado de la fuerte alza de los precios y de los tipos de interés. Tras aumentar un 0,6 % y un 0,5 % en el primer y segundo trimestre, respectivamente, el PIB de la economía española habría avanzado a menor ritmo entre julio y septiembre, según las últimas previsiones del Banco de España (véase gráfico 1.3.a)¹. La información más reciente apunta a un crecimiento moderado de la actividad en el último trimestre del año.

Con todo, en el conjunto de 2023, de acuerdo con las previsiones del Banco de España publicadas el pasado mes de septiembre, el producto crecería un 2,3 %². Este incremento sería inferior al observado un año antes (5,8 %).

Además, la economía española está exhibiendo un dinamismo mayor que el conjunto del área del euro. Ello se debe, principalmente, a la mayor importancia relativa de los servicios ligados al turismo en la estructura productiva de nuestro país. Estos sectores han evidenciado en los últimos trimestres mayores ritmos de actividad que otras ramas, como las manufactureras, lastradas por la desaceleración de la economía china, cuyo peso en la economía española es comparativamente menor.

Desde comienzos de 2024, la actividad adquiriría un dinamismo algo mayor bajo el escenario central de proyecciones, a pesar de la presencia de algunos elementos que ejercerían cierto freno. Los factores que respaldarían este mayor crecimiento están relacionados con la recuperación gradual del entorno exterior y de la confianza de los agentes, la relativa fortaleza del mercado de trabajo y la aceleración en la ejecución de los proyectos de inversión asociados al programa europeo *Next Generation EU* (NGEU). No obstante, la existencia de otros elementos suavizaría la ganancia de impulso de la economía española, como la transmisión aún incompleta del endurecimiento de la política monetaria sobre el coste de la financiación, la retirada de las medidas públicas para hacer frente a la crisis energética y la menor contribución al crecimiento agregado del gasto turístico extranjero, una vez superado su nivel previo a la pandemia. De hecho, la incidencia de algunos de estos elementos ya habría empezado a manifestarse en los últimos

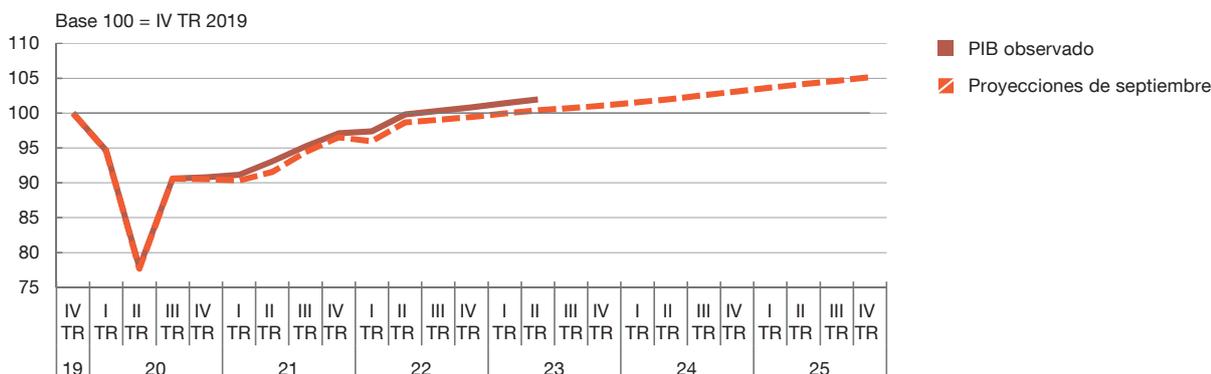
1 Para mayor detalle, se puede consultar «[Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2023-2025\)](#)». En «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Septiembre de 2023». En *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3. Estas proyecciones se publicaron el pasado 19 de septiembre, cuando aún no estaban disponibles las series revisadas de la Contabilidad Nacional Trimestral hasta el segundo trimestre de 2023, publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE) el 22 de septiembre. En el momento de la elaboración de las proyecciones, el crecimiento intertrimestral del PIB en el primer y segundo trimestre de 2023 se situaba en el 0,5 % y el 0,4 %, respectivamente, incrementos revisados posteriormente al alza en sendos 0,1 pp. El aumento proyectado en aquel momento para el tercer trimestre era del 0,3 %.

2 Tras la revisión de los datos de Contabilidad Nacional, y de manera mecánica sin tener en cuenta ninguna consideración adicional, la tasa media de crecimiento del PIB en 2023 sería dos décimas más alta.

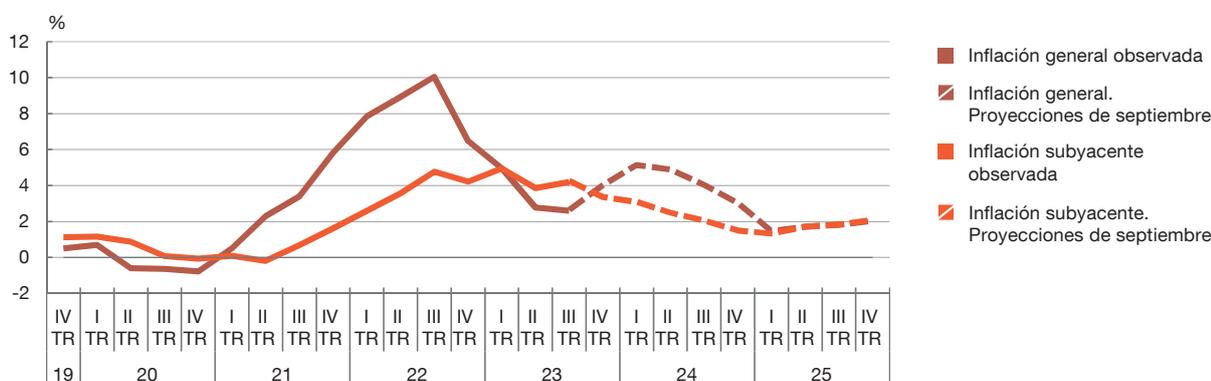
Gráfico 1.3

La economía española se desacelerará en la segunda mitad de 2023, pero retomará cierto dinamismo posteriormente, al tiempo que se contiene la inflación subyacente

1.3.a PIB real de España. Nivel (a)



1.3.b Inflación general y subyacente (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Se representan los datos de PIB e inflación (general y subyacente) observados, respectivamente, hasta el segundo y tercer trimestre de 2023 y, en adelante, las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de septiembre de 2023. La última serie disponible del PIB en el momento de la elaboración de estas proyecciones fue la publicada por el INE el pasado 28 de julio, con la estimación avance del segundo trimestre de 2023. En aquel momento tampoco se disponía del valor definitivo de inflación correspondiente al tercer trimestre de este año. Posteriormente, el 22 de septiembre, el INE publicó revisiones en el perfil trimestral del PIB desde principios de 2020 hasta el segundo trimestre de 2023 y más adelante publicó los datos finales de inflación relativos al mes de septiembre. La inflación subyacente excluye los componentes de la energía y los alimentos.

trimestres, de modo que las perspectivas de crecimiento del PIB para 2024 —del 1,8 % de acuerdo con el último ejercicio de previsión— son 0,5 pp más bajas que las disponibles en el anterior IEF.

La incertidumbre que rodea las perspectivas de la economía española en el escenario central es aún muy elevada, con riesgos a la baja para la actividad y equilibrados para la inflación. Las principales fuentes de riesgo proceden de un eventual peor desempeño de la actividad económica mundial (por ejemplo, por una ralentización más acentuada de la economía china) y de efectos del endurecimiento acumulado de la política monetaria potencialmente más negativos que los contemplados en el escenario central, lo que a su vez conduciría a niveles de inflación más reducidos.

Asimismo, persiste el riesgo de un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, que se extienden en varias áreas del planeta, cuya materialización provocaría un escenario de mayor inflación y de empeoramiento de las perspectivas económicas.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

Mercado interbancario

Desde la fecha de cierre del último IEF, los tipos de interés en los mercados monetarios de las economías avanzadas han continuado aumentando como resultado del endurecimiento de las políticas monetarias. El Consejo de Gobierno del BCE y el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal han instrumentado desde abril sendas subidas de 100 pb (cuatro alzas de 25 pb) y 50 pb (dos subidas de 25 pb), respectivamente. De esta forma, los tipos de interés oficiales más relevantes³ se han situado a finales de octubre en el 4 % en el área del euro y en el rango del 5,25 %-5,5 % en Estados Unidos, niveles restrictivos que podrían encontrarse cerca del valor terminal de este ciclo de endurecimiento de la política monetaria. En ese nivel se podrían mantener por un tiempo prolongado de acuerdo con la comunicación de las autoridades monetarias y las expectativas actuales de los analistas y los mercados financieros. En línea con esta evolución, el euríbor a 12 meses se ha situado, en la fecha de cierre de este Informe, en el 4,1 %⁴, esto es, unos 57 pb por encima de los niveles de principios de abril de 2023 (véase gráfico 1.4.a).

Deuda soberana y corporativa

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia también se han elevado. El incremento de los tipos de interés negociados en los mercados de renta fija a largo plazo ha sido especialmente intenso desde principios de septiembre y habría estado condicionado, además de por los cambios en las expectativas de inflación y sus efectos sobre el curso futuro de las políticas monetarias, por el incremento de la prima a plazo ante la mayor incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés. Este aumento habría estado liderado por el mercado de deuda de Estados Unidos, dado su importante papel en la determinación de los precios de estos activos a nivel global. En la fecha de cierre de este Informe, las rentabilidades de los bonos públicos a diez años se situaban en el 2,9 % en Alemania, en el 4,9 % en Estados Unidos y en el 4,6 % en el Reino Unido, tras un

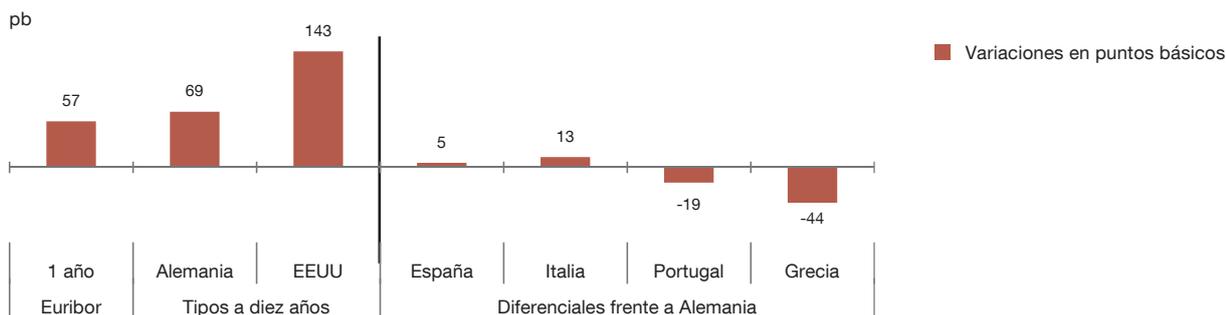
3 Tipo de la facilidad de depósito en el caso del BCE y tipo de interés de los fondos federales en el de la Reserva Federal de Estados Unidos.

4 A 23 de octubre.

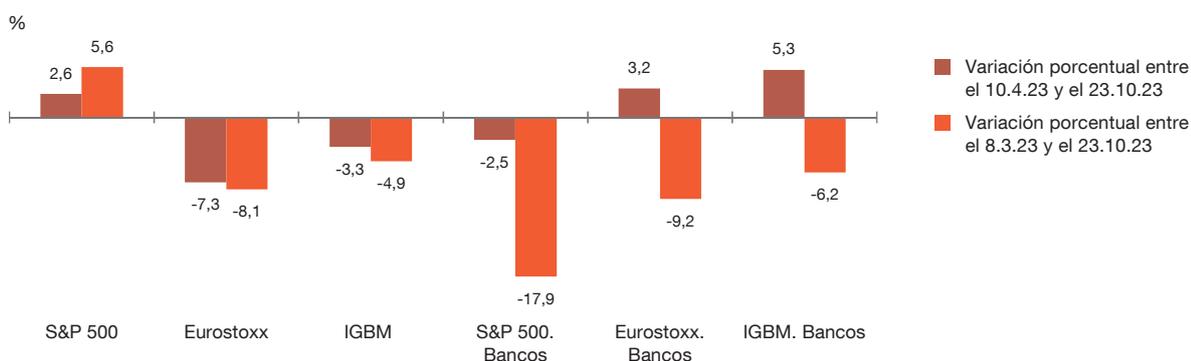
Gráfico 1.4

Las condiciones financieras recogen tipos de interés más elevados

1.4.a Euríbor y deuda pública soberana a 10 años. Variación en puntos básicos entre el 10.4.23 y el 23.10.23 (a)



1.4.b Índices bursátiles y sectoriales bancarios (b)



FUENTE: Refinitiv Datastream.

a La fecha 10.4.23 corresponde con el día de cierre del pasado IEF.

b La fecha 8.3.23 corresponde con el día previo al inicio del episodio de turbulencias del sector bancario.

acenso de 69, 143 y 117 pb desde la fecha de cierre del último IEF, respectivamente. En cuanto a la liquidez en los mercados secundarios, tras deteriorarse en algunas jurisdicciones (como la italiana) desde finales de septiembre, se sitúa en general en niveles similares a los de principios de abril de 2023 para el conjunto de emisores soberanos europeos.

Por su parte, las primas de riesgo soberanas y corporativas se han mantenido contenidas en relación con los niveles de principios de abril. Desde principios de septiembre, el aumento de los tipos a largo libres de riesgo, al impactar negativamente en la sostenibilidad de la deuda, habría contribuido a un cierto incremento de los diferenciales de rentabilidad a largo plazo frente a la referencia alemana en los países de la UEM con un elevado endeudamiento público. No obstante, desde la fecha de cierre del último IEF, se ha reducido el diferencial soberano portugués hasta los 69 pb, ampliando su distancia con respecto al español. También ha retrocedido, y con mayor intensidad, la prima de riesgo griega, que ya se encuentra por debajo de la italiana. Su descenso estuvo condicionado,

en parte, por la mejora de su calificación crediticia, que ha alcanzado el grado de inversión de acuerdo con las agencias DBRS y Standard & Poor's⁵. Por su parte, los diferenciales corporativos respecto de la curva *swap* también han repuntado desde septiembre ante el aumento de los tipos de interés a largo plazo, más intensamente en el caso de los del segmento de alto rendimiento. Los niveles alcanzados son ligeramente superiores a los de principios de abril en Europa y algo inferiores en Estados Unidos —en sintonía con el mejor desempeño relativo de la economía norteamericana frente a la de la eurozona—. En cuanto a las emisiones de valores de renta fija de las sociedades no financieras, en la parte transcurrida del año los volúmenes de los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento se han situado en niveles algo superiores a los del mismo período de 2022, tanto en Estados Unidos como en la UEM.

Renta variable y tipo de cambio

Desde la fecha de cierre del último IEF, los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas han mostrado una elevada heterogeneidad geográfica y sectorial. Los índices de las bolsas europeas registraron, en general, descensos, mientras que las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos se vieron apoyadas por una evolución positiva de los resultados empresariales. En cambio, el intenso aumento de los tipos de interés a largo plazo, especialmente desde septiembre, habría incidido negativamente en la valoración de los activos de renta variable, en particular, en algunos sectores de mayor crecimiento, en la medida en que se eleva la tasa a la que se descuentan los dividendos futuros. Por el contrario, el avance de los tipos de interés estaría impulsando los resultados de los bancos y, como consecuencia, sus cotizaciones bursátiles, aunque la importancia de este factor varía dependiendo de los modelos de negocio bancarios predominantes (véase gráfico 1.4.b). En Estados Unidos se mantiene, en todo caso, la incertidumbre sobre la situación de los bancos regionales, con rebajas en las calificaciones crediticias de algunos de ellos durante el mes de agosto por parte de Moody's y Standard & Poor's, lo que afectó negativamente a las cotizaciones bursátiles del sector. Estas se sitúan aún muy por debajo del nivel previo a las turbulencias de marzo, mientras que las del sector bancario europeo, aún con una recuperación incompleta, estarían más cercanas a ese nivel.

En el mercado de divisas, el dólar estadounidense ha experimentado una sensible apreciación con respecto a las principales divisas desde mediados

5 Tanto la agencia DBRS (8 de septiembre) como Standard & Poor's (20 de octubre) establecieron la calificación de grado de inversión para la deuda soberana griega. Moody's la aumentó dos niveles el 15 de septiembre, quedando un nivel por debajo de la de grado de inversión, y Fitch revisará la calificación crediticia de Grecia a finales de año, y algunos analistas apuntan a la posibilidad de que la sitúe en el grado de inversión.

de julio de 2023. Esta evolución podría estar reflejando la ampliación del diferencial positivo de los tipos de interés en Estados Unidos frente a los de las otras áreas, así como la mejora relativa de las perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos en comparación con las de otras economías avanzadas como la UEM.

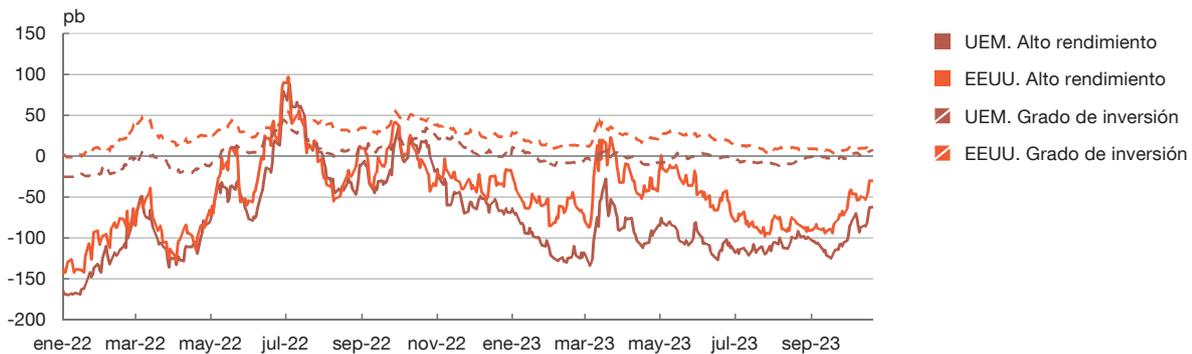
Riesgos para la estabilidad financiera

La materialización de determinados riesgos de naturaleza macroeconómica podría desencadenar correcciones en los precios de los activos financieros, especialmente en aquellos de mayor riesgo. En primer lugar, sorpresas al alza sobre la inflación podrían llevar a que el mercado revisara al alza sus expectativas sobre el curso futuro de los tipos de interés oficiales y traducirse en un repunte aún mayor de

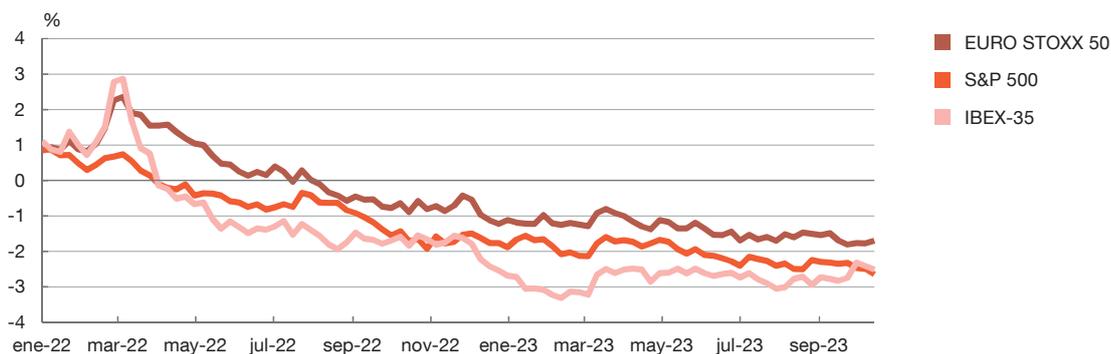
Gráfico 1.5

Las primas de riesgo de bonos corporativos y bursátiles se sitúan en niveles reducidos desde una perspectiva histórica

1.5.a Diferenciales de rentabilidad de los bonos de las sociedades no financieras respecto a la curva *swap*. Desviaciones con respecto a una media histórica (a)



1.5.b Prima de riesgo bursátil. Desviaciones con respecto a una media histórica (b)



FUENTE: Refinitiv Datastream.

- a 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 2023. La media es 454 pb para los bonos de alto rendimiento de la UEM, 446 pb para los bonos de alto rendimiento de EEUU, 78 pb para los bonos de grado de inversión de la UEM y 131 pb para los bonos de grado de inversión de EEUU.
- b La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas. Para más detalles, véase de Fuller, R. J. y C.C. Hsia (1984), «A simplified common stock valuation model», Financial Analysts Journal. Las medias históricas están calculadas para el período 2006-2023. La media es 6,62 % para el Euro Stoxx 50, 5,00 % para el S&P 500 y 7,89 % para el Ibex 35.

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, una evolución económica peor de lo previsto podría también deprimir el valor de los activos a través tanto de su efecto adverso sobre los beneficios esperados de las empresas como de su impacto sobre las primas de riesgo. Además, las relativamente reducidas primas de riesgo bursátiles y corporativas (especialmente en el segmento de peor calidad crediticia), que se sitúan por debajo de su media histórica, aumentan la probabilidad de que se desencadenen estos movimientos y que sean más pronunciados ante la materialización de perturbaciones adversas (véase gráfico 1.5).

Si estos movimientos llegaran a ser desordenados, podrían generarse dinámicas con implicaciones potencialmente negativas sobre la estabilidad financiera. Así, las variaciones en los precios de los activos podrían amplificarse si se produjeran ventas aceleradas por parte de algunos inversores, como, por ejemplo, aquellos fondos de inversión abiertos concretos que cuenten con un peso reducido de activos líquidos para hacer frente a potenciales salidas de partícipes. También podrían aumentar las necesidades de coberturas en las operaciones con derivados, lo cual elevaría el tipo de interés del activo sin riesgo.

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

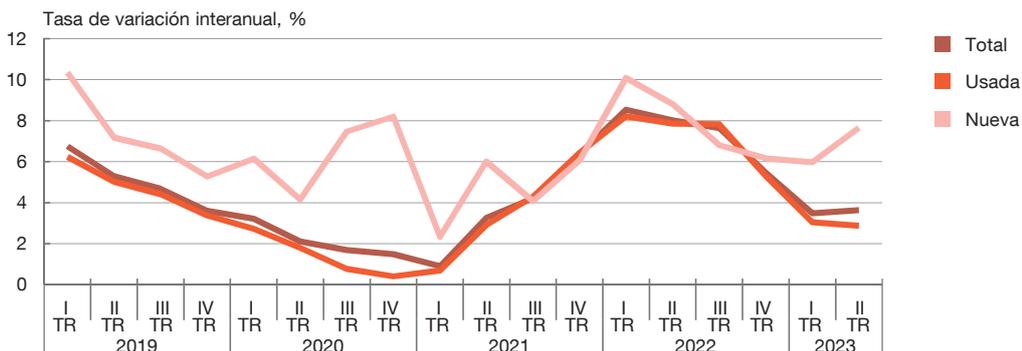
Los precios de la vivienda mantienen una desaceleración notable con respecto a las dinámicas observadas en 2022, si bien se ha producido un cierto repunte de su crecimiento en el segundo trimestre de este año. Según el INE, el precio de la vivienda se aceleró en el segundo trimestre, hasta registrar un avance interanual del 3,6 %, 0,1 pp superior al observado tres meses antes (véase gráfico 1.6), pero 4,4 pp inferior al observado en el mismo trimestre del año anterior. Este encarecimiento se explica fundamentalmente por el comportamiento alcista del precio de la vivienda nueva, lo que podría reflejar, entre otros factores, la escasez de oferta de vivienda y la traslación de los fuertes aumentos pasados en los costes de los materiales de construcción. El precio de la vivienda nueva mostró en el segundo trimestre un crecimiento interanual del 7,7 %, solo 1,1 pp inferior al de un año antes. En cambio, el precio de la vivienda usada se desaceleró y su tasa interanual se situó en el 2,9 %, casi 0,2 pp por debajo de la del trimestre anterior y 5 pp inferior a la registrada en el segundo trimestre de 2022.

Las operaciones de compraventa de vivienda han descendido desde los elevados niveles registrados el año anterior. Las transacciones efectuadas ante notario registraron una disminución interanual cercana al 15 % en el segundo trimestre, contracción que prácticamente se habría mantenido con la información incompleta del tercer trimestre referida al mes de agosto. No obstante, estas caídas interanuales están afectadas por el elevado volumen de operaciones del año pasado (véase gráfico 1.7.a). Así, el número promedio de operaciones acumuladas en el

Gráfico 1.6

Aunque a menor ritmo, el precio de la vivienda ha continuado aumentando, impulsado por el segmento de vivienda nueva

1.6.a Precio de la vivienda



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

transcurso de 2023 es algo más del 13 % superior al contabilizado en el período análogo de 2019⁶. Es de esperar que tanto la moderación en el ritmo de avance de la actividad económica como el aumento de los costes de financiación continúen lastrando el dinamismo de las compraventas de vivienda en los próximos trimestres.

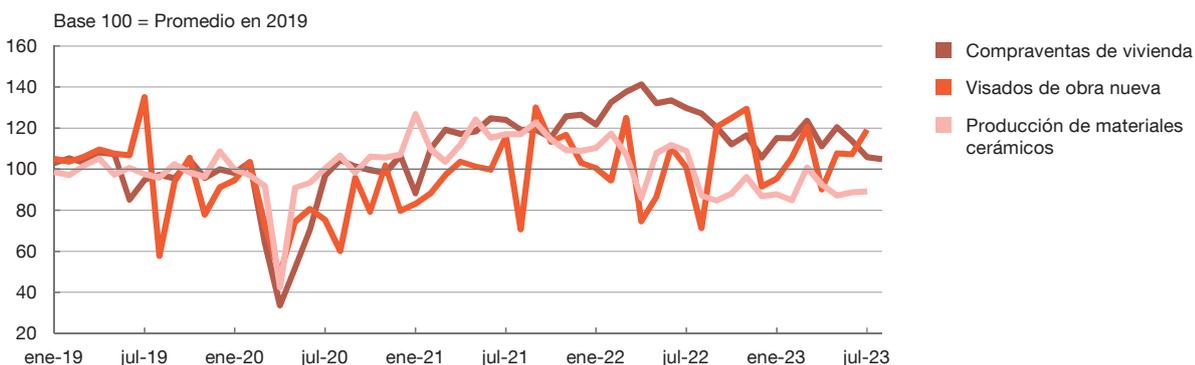
El nuevo crédito hipotecario también ha descendido de forma marcada en el primer semestre de 2023, pero igualmente permanece en niveles superiores a los previos a la pandemia. El volumen de nuevas hipotecas se contrajo un 21,8 % y un 26,3 % interanual en el primer y en el segundo trimestre de 2023 —frente a una caída del 5,5 % en el cuarto trimestre de 2022—. De nuevo, la magnitud de la caída interanual viene en parte explicada por el elevado volumen registrado en el ejercicio anterior. El nivel de concesión de nuevas hipotecas continuó por encima de los valores medios del período previo al inicio de la pandemia (véase gráfico 1.7.b). La caída más intensa del volumen de nuevas operaciones de crédito en comparación con la de las transacciones de vivienda refleja no solo el menor uso de crédito como recurso para financiar la adquisición de vivienda, sino también el descenso del importe medio de las hipotecas en relación con el valor de la vivienda.

La contracción del volumen del crédito nuevo y el elevado ritmo de las amortizaciones han intensificado la senda descendente del saldo vivo de las hipotecas. En concreto, en el segundo trimestre de 2023, el saldo de hipotecas se situó un 2,6 % por debajo del mismo período de 2022, como se ilustra en el gráfico 1.7.b. Esta reducción respondió no solo al menor dinamismo del crédito nuevo, sino también al elevado volumen de amortizaciones de hipotecas, impulsado por los

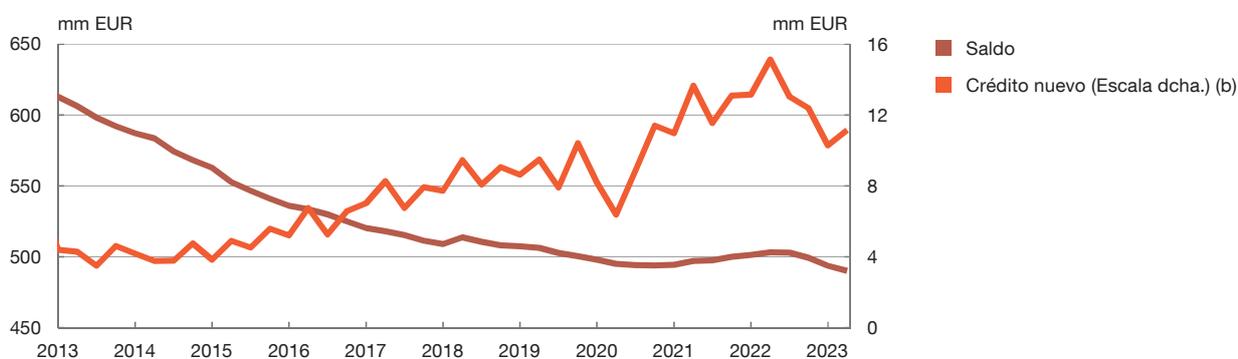
6 Para más información sobre los factores que hay detrás de las tendencias recientes de la demanda y de la oferta de vivienda, consúltese Lucio San Juan. (2023). «El desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda, y su relación con los precios». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 09.

La actividad en el mercado inmobiliario residencial y el crédito hipotecario se moderan

1.7.a Indicadores de actividad del sector inmobiliario residencial (a)



1.7.b Volumen de financiación hipotecaria para la compra de vivienda



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

- a Series desestacionalizadas. El último dato observado es agosto para las compraventas y julio para la fabricación de productos cerámicos y los visados.
b Volumen de crédito concedido cada trimestre.

incentivos generados por el aumento de los tipos de interés de los préstamos a tipo variable y de remuneración contenida de los depósitos en un contexto en que de forma transitoria se ha eliminado las comisiones a este tipo de operativas⁷. Se estima que el volumen total amortizado en la primera mitad de 2023 suponía el 6 % del saldo de hipotecas vivas, frente al 5 % del mismo período del año anterior.

El saldo de crédito al sector de la promoción y la construcción también continuó disminuyendo. Su retroceso interanual fue del 4 % en el segundo trimestre, frente a un descenso del 3,6 % en el primer trimestre y del 7,7 % a finales de 2022. Como se ha venido señalando en IEF anteriores, esta cartera mantiene una

⁷ El Real Decreto-ley 19/2022, de 22 de noviembre, dispone la suspensión del cobro de comisiones por amortización anticipada en los préstamos hipotecarios a tipo de interés variable durante el año 2023.

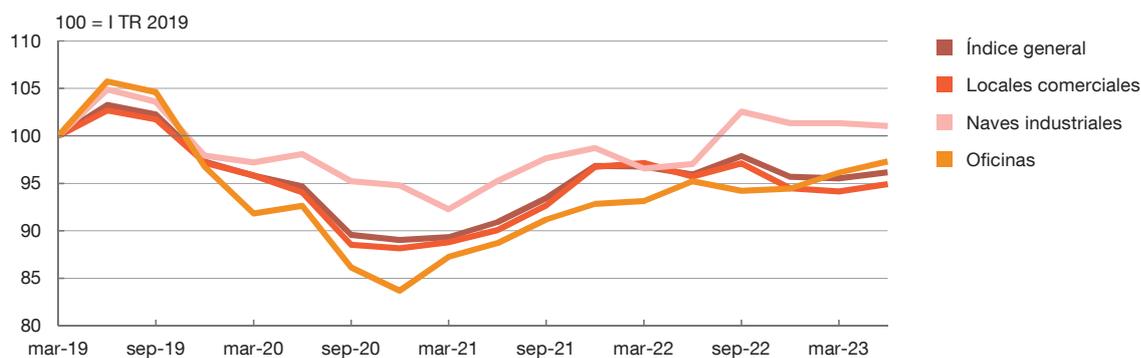
tendencia descendente desde la crisis financiera global, lo que limita la exposición del sector bancario a perturbaciones en este mercado.

Por su parte, los visados de obra nueva han repuntado en el transcurso del año y la producción de insumos en el sector de la construcción ha tendido a estabilizarse en los últimos meses. Estos desarrollos se habrían visto favorecidos por las menores dificultades en el suministro de materiales, lo que ha venido acompañado por la interrupción de la tendencia al alza de sus costes. En todo caso, el mantenimiento de estos costes en niveles elevados, la escasez de mano de obra en este sector y el encarecimiento de la financiación continuarán lastrando la iniciación de viviendas, que permanece en cifras históricamente reducidas.

Gráfico 1.8

El precio de los inmuebles comerciales ha repuntado ligeramente en el primer semestre del año, pero se mantiene la corrección de la valoración bursátil del sector

1.8.a Índices de precios del sector inmobiliario comercial (a)



1.8.b Cotización de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMs) (b)



FUENTES: Datastream (Refinitiv) y Banco de España.

- a A partir de estimaciones con un modelo de regresión hedónico en cada estrato. El índice agregado es la media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento (4 % oficinas, 78 % locales comerciales y 18 % naves industriales). Los inmuebles en zonas prime - situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos de Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia- representaron en 2022 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento inmobiliario comercial.
- b Índices de SOCIMs a partir de una selección de compañías de este tipo que cotizan con cierta frecuencia en los mercados, y con histórico de cotización desde 2016. La mayor parte de las SOCIMs del grupo «SOCIMs resto área del euro» están radicadas en Francia. Las SOCIMs españolas recogidas en la serie «SOCIMs España» representan en torno al 10 % del valor bursátil de las SOCIMs cotizadas de la zona del euro.

Los precios de los inmuebles comerciales han repuntado ligeramente durante el primer semestre de 2023, con heterogeneidad por segmentos. El índice general de precios de los inmuebles comerciales ha subido ligeramente en el primer semestre (0,5 % desde el cuarto trimestre de 2022), tras la caída observada a final del año pasado. Por segmentos, los precios han repuntado en los locales comerciales y, sobre todo, en las oficinas, y se ha reducido modestamente en el caso de las naves industriales en este período (véase gráfico 1.8.a)⁸. Por su parte, la valoración bursátil de las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI) españolas se ha estabilizado durante los últimos meses, pero permanece muy por debajo de los niveles de principios de 2022, en línea con lo ocurrido con las empresas europeas de este tipo (véase gráfico 1.8.b).

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

Las empresas no financieras

Las empresas no financieras afrontan un aumento de los gastos financieros a medida que las subidas de los tipos de interés se trasladan a los costes de la deuda. El tipo de interés medio de los préstamos bancarios vivos a las empresas no financieras se situó en el 4 % en agosto de 2023, 235 pb por encima del dato registrado a finales de 2021⁹. En la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT)¹⁰, el coste medio de la deuda se situó en el 2,9 % en el segundo trimestre. Los mayores gastos financieros están drenando los resultados empresariales de forma creciente, como se ilustra en el gráfico 1.9.a, a pesar de que las empresas están reduciendo su deuda. La ratio de endeudamiento de las empresas de la CBT, medida en términos de excedentes, se ha reducido, en mayor medida gracias a la evolución favorable de los beneficios y, en menor medida, por el descenso de la deuda viva. En el segundo trimestre, esta ratio se situaba en un 491 %, nivel similar, e incluso algo inferior, al registrado antes de la pandemia.

Las empresas también están afrontando un incremento de los gastos de personal, como consecuencia de la aceleración de los salarios, y una menor presión de otros costes de producción, que podría no continuar en la segunda mitad de 2023. Así, con datos de la CBT, las remuneraciones medias crecieron un 6,5 % en el primer semestre de 2023, casi 4 pp más que un año antes (2,7 %). En este mismo período, el empleo aumentó, pero lo hizo a un ritmo algo inferior que

8 Las oficinas y las naves industriales tienen un peso mucho más reducido que los locales comerciales en el índice general.

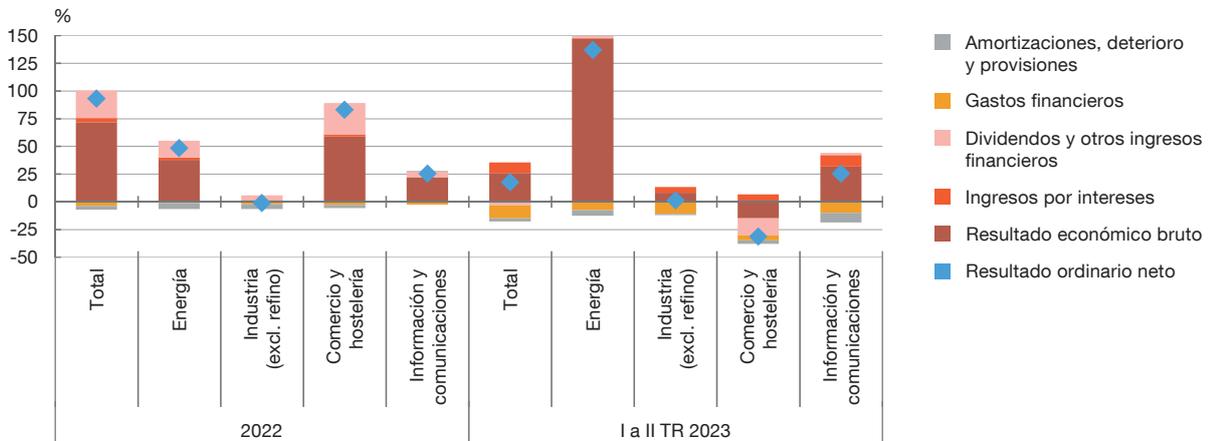
9 Esta información proviene de los estados reservados individuales que las entidades remiten al Banco de España.

10 La CBT comprende una muestra cercana a las mil empresas, la mayoría de las cuales son de gran tamaño.

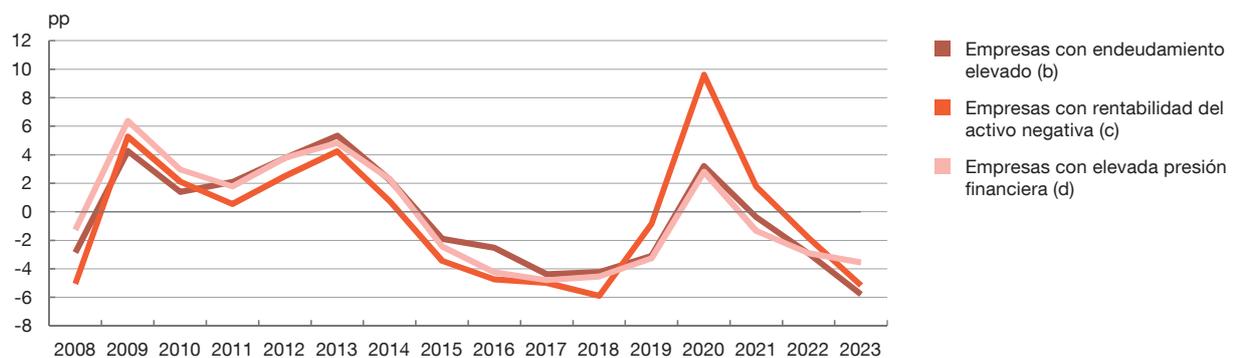
Gráfico 1.9

Se elevan los costes financieros de las empresas, pero los índices de vulnerabilidad de la CBT no han aumentado hasta II TR 2023

1.9.a Resultado ordinario neto (a). Crecimiento interanual y contribución por componentes. CBT



1.9.b Empresas vulnerables. Porcentaje, en desviación con respecto a la media 2008-2023. Primer semestre para todos los años. CBT



FUENTE: Banco de España.

- a El resultado ordinario neto (RON) se define como el resultado económico bruto (REB) más los ingresos financieros netos menos las amortizaciones netas, deterioro y provisiones de explotación.
- b 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.
- c 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.
- d Se define como empresas con elevada presión financiera aquellas cuya ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que uno.

en 2022. En cambio, se moderaron los otros costes de producción (materias primas, energía...), de modo que el peso de los consumos intermedios en relación con el valor de la producción se habría reducido en la primera mitad de 2023 y se habría situado en niveles similares a los de dos años antes. No obstante, de acuerdo con la información cualitativa más reciente procedente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)¹¹, los costes de producción habrían

11 Alejandro Fernández Cerezo y Mario Izquierdo. (2023). «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2023». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 15.

detenido su tendencia descendente, volviendo a aumentar en el tercer trimestre, en línea con el repunte de los precios energéticos. Además, las empresas han manifestado que los problemas de disponibilidad de mano de obra han seguido presionando al alza los costes salariales.

Los resultados empresariales habrían seguido elevándose en el primer semestre de 2023, apoyados por el aumento de la actividad, aunque a un ritmo más moderado que en el año anterior, y de forma desigual por sector y tamaño de empresa. Así, según la CBT, el resultado ordinario neto (RON) se elevó en el primer semestre de 2023 un 17,7 %, frente al 101,8 % de un año antes. El aumento de los excedentes es generalizado por sectores, salvo en las ramas de industria y en comercio y hostelería, que experimentaron retrocesos por el comportamiento negativo del subsector del refino de petróleo y de algunas grandes compañías de comercio al por mayor de combustibles. Por su parte, la encuesta semestral sobre el acceso a la financiación de las empresas en el área del euro señala que, entre octubre de 2022 y marzo de 2023, la proporción de pymes españolas que declararon un descenso de sus beneficios superó en 20 pp a la de las que manifestaron un aumento de estos. Esta brecha, no obstante, se ha reducido con respecto a la registrada seis meses antes.

La información más granular muestra que la proporción de empresas de la CBT financieramente vulnerables habría seguido descendiendo¹². En el primer semestre del año se observa una disminución del porcentaje de empresas de la CBT con rentabilidad del activo negativa, así como de las compañías altamente endeudadas¹³. Asimismo, el porcentaje de empresas bajo presión financiera elevada, aquellas cuyos resultados no cubren los gastos financieros¹⁴, también ha disminuido en las empresas de la CBT, a pesar del repunte de los tipos de interés. Estos tres indicadores de vulnerabilidad a partir de la CBT, que son más representativos de las empresas de gran tamaño, se situaron en niveles históricamente reducidos, entre 3 pp y 5 pp por debajo de la media del período 2008-2022, dependiendo de cada caso (véase gráfico 1.9.b). El detalle por sectores evidencia descensos del porcentaje de empresas vulnerables en todas las ramas, excepto en la de comercio y hostelería, que sería la única en la que se habrían registrado ligeros aumentos.

En todo caso, sería posible un cierto repunte de los niveles de vulnerabilidad en la segunda mitad del año. La información más reciente de algunos indicadores adelantados apunta hacia una moderación de la actividad económica a partir del tercer trimestre, lo que afectaría negativamente a los excedentes empresariales. Así, la EBAE evidencia que en el tercer trimestre habría aumentado el porcentaje de empresas que

12 Estos resultados se basan en la muestra de la CBT, que, como se ha comentado, se compone de algo menos de mil empresas, en las que predominan las compañías de gran dimensión.

13 Aquellas con ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) superior a 10 o aquellas que tienen deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.

14 Esto es, la ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor de uno.

registraron un deterioro de su situación económica y financiera¹⁵, hasta situarse en un 17 %, 5 pp más que en el trimestre previo. Por tamaños, es en los segmentos de compañías de menor dimensión donde se alcanzaron los porcentajes más elevados, mientras que, por sectores, destacan las ramas de agricultura, comercio y transporte, por ser en las que se concentró una mayor proporción de empresas en esta situación. De forma relacionada, las simulaciones del Banco de España¹⁶ señalan que la proporción del total de la deuda corporativa en manos de empresas con presión financiera elevada se vería impulsada al alza entre 6,5 pp y 10,3 pp en relación con su nivel de 2021 para una subida de 450 pb del euríbor a tres meses (en línea con la observada hasta ahora). En función de la evolución de las rentas y otros componentes del coste empresarial, esta presión podría verse minorada o amplificada.

Los hogares

La evolución favorable del mercado laboral y de la actividad económica, unida a la moderación de la inflación, se ha traducido en una notable recuperación de las rentas de los hogares en la primera mitad del año. Así, de acuerdo con las cuentas sectoriales de la Contabilidad Nacional, la renta bruta disponible de las familias se incrementó cerca de un 8 % interanual en el segundo trimestre de 2023, en términos nominales y acumulados de cuatro trimestres. Ello supuso un aumento del 1,7 % en términos reales, lo que implica que el poder adquisitivo de los hogares estaría ligeramente por encima de los niveles previos a la pandemia en términos agregados.

Pero la senda de mejora de la situación económica que los hogares percibían hasta julio se habría truncado, de acuerdo con los datos cualitativos más recientes. Los indicadores sobre la situación financiera futura de los hogares de la encuesta mensual de confianza del consumidor de la Comisión Europea señalan una corrección. En concreto, en agosto y septiembre los hogares se mostraron más pesimistas sobre la situación financiera futura, especialmente en los cuartiles inferiores de la renta, revirtiendo parcialmente la senda de mejora anterior (véase gráfico 1.10.a).

La mejora de la capacidad adquisitiva de las familias y un crecimiento del consumo más moderado han permitido un repunte de la tasa ahorro en el primer semestre del año. Este incremento del ahorro habría sido generalizado por estratos de renta, aunque más intenso en los quintiles de mayores ingresos, de acuerdo con la encuesta sobre expectativas del consumidor del BCE. Asimismo, esta misma fuente apunta que el porcentaje de hogares que planean ahorrar en los

15 Se considera que una empresa habría experimentado un deterioro de su situación económica y financiera si declaró en esta encuesta un descenso de sus ventas y de sus beneficios y un mantenimiento o aumento de su endeudamiento.

16 Banco de España (2023). «Capítulo 1. Riesgos del entorno macrofinanciero». En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2023*.

Gráfico 1.10

La senda de mejora de la situación financiera que los hogares percibían hasta julio se ha truncado con los datos más recientes

1.10.a Expectativas sobre la situación económica de los hogares en los próximos doce meses (a)



FUENTE: Comisión Europea.

a 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 su situación económica mejorara un poco $\times 1/2$ - porcentaje de hogares que esperaban que su situación económica empeorara un poco $\times 1/2$ - porcentaje de hogares que esperaban que su situación económica empeorara mucho $\times 1$.

próximos 12 meses muestra un incremento desde mediados del año pasado, situándose en julio de 2023 cercano al 50 %.

No obstante, el aumento de los tipos de interés ha elevado la presión financiera de los hogares endeudados con hipotecas. El coste medio del saldo de préstamos para adquisición de vivienda se situó en el 3,4 % en agosto de 2023, 234 pb por encima del dato registrado a finales de 2021. Esta subida recoge la actualización de los contratos a tipo variable —que en junio representaban alrededor del 68 %¹⁷ del total de las hipotecas vivas—, así como el tipo de interés más alto de las nuevas operaciones realizadas en el último año y medio.

La carga financiera soportada por los hogares con deuda hipotecaria¹⁸ ha aumentado de manera generalizada por tramos de renta, aunque de forma contenida, amortiguada por la mejora de las rentas nominales. Las estimaciones de carga financiera presentadas en el gráfico 1.11.a indican un aumento de la ratio de servicio de deuda sobre renta (LSTI, por sus siglas en inglés)

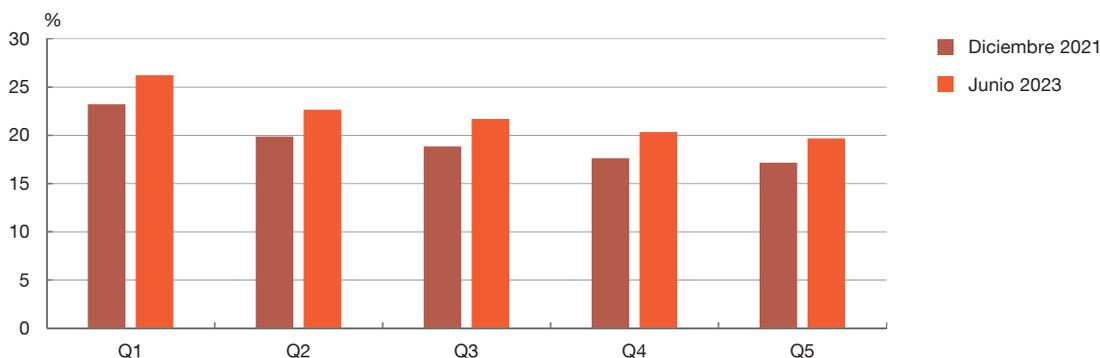
17 Esta información proviene de los estados reservados individuales que las entidades remiten al Banco de España e incluye todas las hipotecas a tipo variable, aunque el tipo de interés sea fijo durante parte de la vida del préstamo.

18 En los dos quintiles más bajos de renta, donde la vulnerabilidad del hogar al aumento de la inflación y de los tipos de interés es mayor, el porcentaje de hogares endeudados a tipo variable es menor, en torno al 10 % y al 20 %, respectivamente. Estos porcentajes se elevan al 45 % en los estratos de renta más altos. El peso más reducido de las hipotecas a tipo variable en los estratos de renta más baja refleja fundamentalmente el menor número de hogares endeudados, y no necesariamente un menor predominio de la modalidad de préstamos a tipos variables entre los prestatarios. Véase Banco de España. (2023). «Capítulo 3. El episodio actual de tensiones inflacionistas en el área del euro, la respuesta de la política monetaria y sus efectos». En Banco de España, *Informe Anual 2022*.

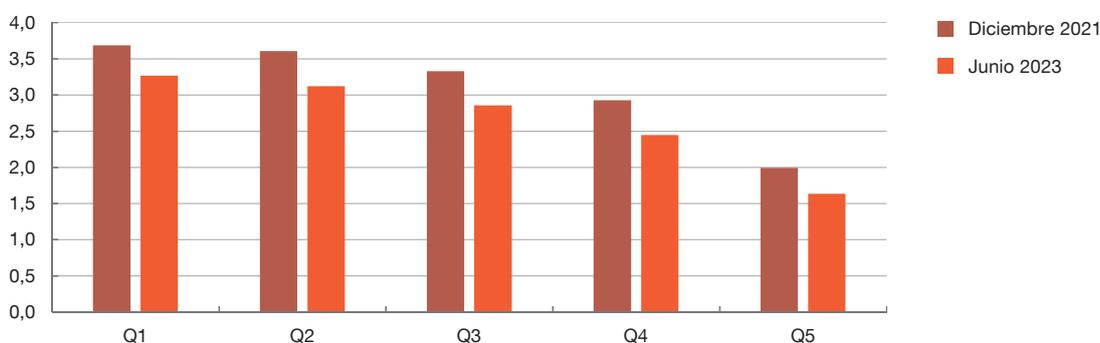
Gráfico 1.11

Para todos los niveles de renta la carga financiera de las hipotecas aumenta, aunque sigue disminuyendo su morosidad

1.11.a Ratio loan-service to income. Cartera hipotecaria en cada fecha. Por quintiles de renta (a)



1.11.b Ratio de morosidad. Cartera hipotecaria en cada fecha. Por quintiles de renta (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El gráfico recoge la ratio loan service to income (LSTI) de las hipotecas vivas por fecha y quintil de renta. La ratio LSTI es el cociente entre la cuota anual de la hipoteca y la renta del hogar (como aproximación de esta variable, se toma la renta bruta media anual del hogar en el código postal). Los valores representados se corresponden con la media del LSTI en cada quintil, ponderada por el importe vivo del préstamo. No se dispone de la renta de los hogares por código postal para los últimos años, por lo que sus valores actuales se obtienen actualizando las rentas en la última fecha disponible a partir de la evolución de la renta neta media por hogar de la Encuesta de condiciones de vida del INE.

b La construcción de los quintiles de renta sigue la misma metodología que en el panel superior sobre LSTI. Para cada quintil de renta, la ratio de morosidad se define como el stock vivo de crédito hipotecario en *stage 3* sobre el total de crédito hipotecario en cada fecha para el total de hipotecas a hogares en ese quintil de renta.

de en torno a 2,8 pp entre finales de 2021 y mediados de 2023 para los hogares con hipoteca. Este aumento ha sido ligeramente más elevado para los hogares endeudados de los quintiles inferiores de renta. En todo caso, la ratio de morosidad hipotecaria ha descendido de manera generalizada por tramos de renta (véase gráfico 1.11.b).

La transmisión de la política monetaria a los costes financieros de los hogares es todavía incompleta. El aumento del coste medio de las hipotecas representa cerca de la mitad de la subida del euríbor a 12 meses en ese mismo período, lo que apunta a que la transmisión al coste medio del saldo vivo es todavía incompleta, dado que cerca del 70 % del volumen de las hipotecas vivas es a tipo variable. Se estima que algo menos de un tercio de las hipotecas a tipo variable tendrán una

revisión de 100 pb o más en su tipo de interés entre junio de 2023 y junio de 2024. Adicionalmente, de acuerdo con las simulaciones del Banco de España¹⁹, el porcentaje de hogares con deuda con una carga financiera neta elevada²⁰ se vería presionado al alza en 4,2 pp, hasta el 14,6 %, ante un incremento del euríbor a 12 meses de 500 pb (algo superior al observado hasta ahora). Aquellas familias que se sitúan entre el percentil 20 y el 60 de renta se verían más afectadas por esta perturbación. En función de la evolución de las rentas y de los precios de consumo, esta presión puede verse minorada o amplificada. El recuadro 1.2 recoge el uso en la primera mitad del año del Código de Buenas Prácticas por los acreedores hipotecarios.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

Tras el deterioro del último trimestre de 2022, en la primera mitad del año en curso el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas se habría reducido ligeramente. El saldo deficitario acumulado en los 12 últimos meses se habría situado, en junio de 2023 (último dato disponible), en el 4,4 % del PIB, 0,3 pp menos que en diciembre de 2022.

La revisión al alza de las cifras de PIB desde 2020 ha supuesto una rebaja de la ratio de endeudamiento público. Como consecuencia de esta revisión estadística, en junio de 2023 la ratio de endeudamiento se redujo en 1,9 pp, pasando del 113,1 % al 111,2 % del PIB.

Las últimas proyecciones del Banco de España, publicadas en septiembre y ajustadas mecánicamente al nuevo nivel de PIB de 2022, continúan situando el déficit de las AAPP por encima del 3 % del PIB y la ratio de deuda pública por encima del 100 % en el horizonte de proyecciones hasta 2025 (véase gráfico 1.12.a)²¹. Estas previsiones siguen apuntando a un importante desequilibrio estructural de las finanzas públicas en España.

En ausencia de nuevas medidas, la deuda pública continuará en niveles elevados. Como muestra el gráfico 1.12.b, el descenso en la ratio de deuda, desde el máximo alcanzado en 2020, se debe exclusivamente al fuerte avance del PIB nominal, ya que la deuda en valor absoluto continúa aumentando. Con las previsiones actuales, esta ratio se situaría en 2023 en torno a un 16 % por encima del nivel previo a la pandemia de COVID-19. De cara a los próximos años, la moderación en

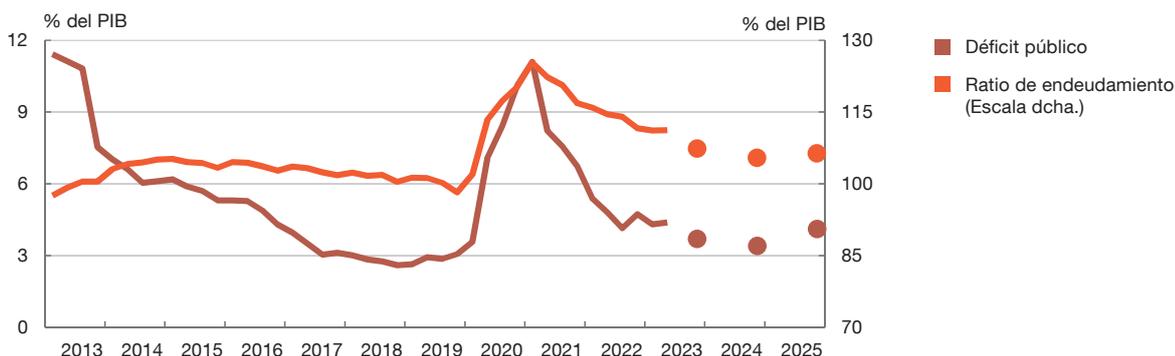
19 Banco de España. (2023). «Capítulo 1. Riesgos del entorno macrofinanciero». En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2023*.

20 La carga financiera neta se considera elevada cuando es superior al 40 % de la renta del hogar.

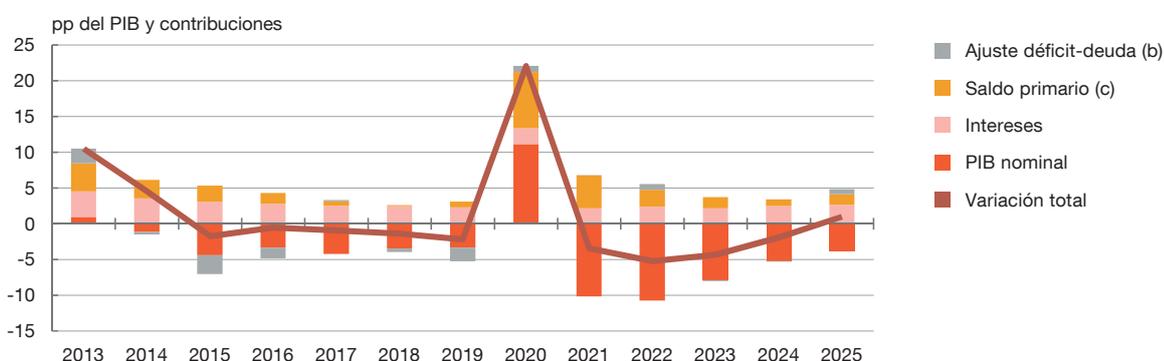
21 Banco de España. (2023). «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)». En «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Septiembre de 2023». En Boletín Económico - Banco de España, 2023/T3.

Las finanzas públicas en España continúan suponiendo un elemento de vulnerabilidad

1.12.a Situación patrimonial de las AAPP (a)



1.12.b Determinantes de la evolución de la ratio de endeudamiento



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

- a Los círculos corresponden a las Proyecciones macroeconómicas del Banco de España publicadas el 19 de septiembre de 2023, ajustadas, en el caso de la deuda, al nuevo nivel de PIB publicado por el INE el 18 de septiembre.
- b El ajuste déficit-deuda recoge la parte de la variación de la deuda pública, calculada según el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), que no se debe al saldo primario más intereses. En concreto, este componente incluye las adquisiciones netas de activos —que deben ser financiadas—, los pasivos netos contraídos no incluidos en la deuda PDE (como los créditos comerciales) y los ajustes de valoración y reclasificaciones.
- c El saldo primario excluye los gastos por intereses.

el avance del PIB nominal, la persistencia de un ligero déficit primario y el avance de los pagos por intereses de la deuda contribuirán a agotar esa tendencia a la mejora en el endeudamiento público.

Estos niveles de deuda constituyen una vulnerabilidad de la economía española, aunque existen ciertos elementos de mitigación. Esto es así tanto por la ausencia de margen para responder a posibles perturbaciones negativas futuras como por la elevada sensibilidad ante movimientos en los tipos de interés de mercado que implican. En sentido contrario, los plazos de vencimiento relativamente elevados de la deuda viva y los mecanismos implementados a escala europea para contener las tensiones no justificadas en los mercados de deuda soberana —como el mecanismo antifragementación— constituyen elementos que amortiguan dichos riesgos.

A corto y medio plazo, el endurecimiento de la política monetaria seguirá presionando al alza el gasto en intereses de la deuda, de forma progresiva. Desde la primavera pasada, los tipos de interés de emisión del sector público han continuado creciendo, en línea con lo esperado. Al mismo tiempo, no se han producido tensiones importantes en los mercados de deuda soberana, en los que la prima de riesgo a diez años de la deuda española, con respecto de la alemana, ha permanecido próxima a los 100 pb. En ese contexto, se sigue esperando un incremento progresivo de la carga por intereses de la deuda, que pasaría del 2,2 % del PIB esperado para 2023 a un 2,6 % en 2025, y continuaría subiendo en años posteriores.

En un horizonte más largo, las demandas derivadas del envejecimiento de la población, los retos del cambio climático y la digitalización, así como los mayores gastos en defensa que puede suponer la actual situación geopolítica más inestable, presionarán igualmente sobre las cuentas públicas. En ese contexto, es importante optimizar los recursos disponibles y elevar el crecimiento potencial de nuestra economía, tanto mediante actuaciones públicas con un elevado efecto arrastre sobre la iniciativa privada como mediante reformas estructurales, para lo que es crucial un uso eficiente de los recursos que ofrece el programa NGEU.

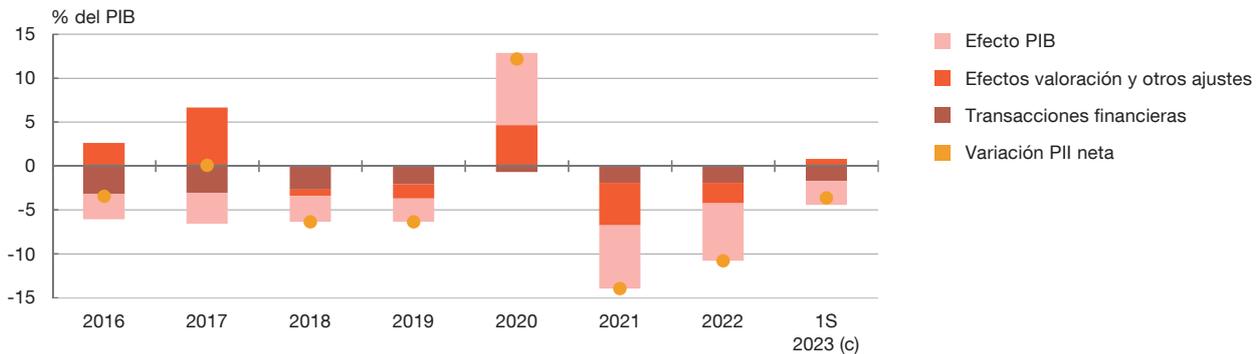
En todo caso, la eliminación de las finanzas públicas como elemento de vulnerabilidad de la economía española pasa por un proceso sostenido de consolidación fiscal, que debe iniciarse lo antes posible. La situación cíclica actual de la economía española y los efectos expansivos derivados del programa NGEU justificarían iniciar dicho proceso y el retorno de las reglas fiscales europeas en 2024, tras su suspensión temporal durante los años 2020-2023, debería constituir el punto de arranque.

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

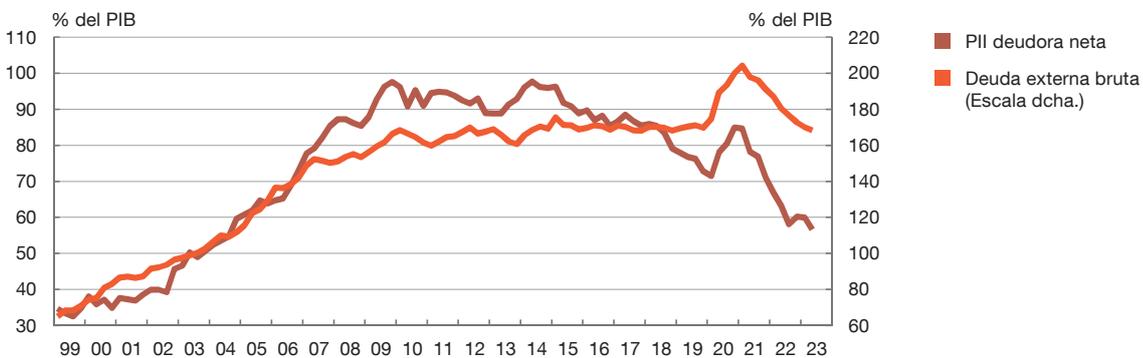
En el primer semestre de 2023, las entradas de capital en España fueron muy elevadas, condicionadas por la sustitución de las operaciones de financiación del Eurosistema a su vencimiento. Las entradas (127,3 mm, el mayor importe en un semestre desde antes de la crisis financiera global) superaron ampliamente las adquisiciones netas de activos exteriores por parte de los residentes (64,9 mm). El principal destino de los flujos internacionales hacia España fueron los depósitos (80,6 mm) y, en especial, los de corto plazo (61,7 mm), seguidos de los títulos de deuda de las AAPP a largo plazo (36,2 mm). Esta fuerte entrada de depósitos está relacionada con la refinanciación de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico del BCE que han ido venciendo. Así, aunque los bancos han financiado la gran mayoría de estos vencimientos reduciendo el exceso de

El avance del PIB permite que se sigan corrigiendo los ratios de desequilibrios exteriores

1.13.a Determinantes de la variación de la PII deudora neta (a)



1.13.b Posición de inversión internacional (PII) deudora neta y deuda externa bruta (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

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

liquidez en el Eurosistema, una parte se ha financiado con operaciones en el mercado —en particular, con repos y emisiones de deuda sénior—.

La posición de inversión internacional (PII) deudora neta de España ha continuado con su senda de corrección durante la primera mitad de 2023. La PII disminuyó hasta el 56,6% del PIB en junio, el nivel más bajo desde 2004. Sin embargo, este nivel todavía sobrepasa en unos 20 pp de PIB el umbral del 35% que establece la Comisión Europea en el marco del procedimiento de desequilibrio macroeconómico. El descenso del primer semestre (3,6 pp) se explica en gran medida por el avance del PIB nominal (2,7 pp) (véase gráfico 1.13.a).

Por su parte, la deuda externa bruta de España en porcentaje de PIB continuó reduciéndose en la primera mitad del año, hasta situarse en el 168,3%. De

esta forma, el avance del producto nominal ha permitido que esta ratio se haya reducido en 4,4 puntos respecto al cierre de 2022 (véase gráfico 1.13.b). Por el contrario, en valor absoluto, la deuda exterior continuó creciendo y alcanzó un nuevo máximo histórico (2.373 mm). Aunque existen elementos mitigadores, como la composición de los pasivos en términos de plazo, fijación del tipo de interés, emisor y divisa²², el volumen de deuda externa es un elemento de vulnerabilidad de la economía española, especialmente en un contexto de tipos de interés más altos.

22 Predominan los emitidos a largo plazo y por el sector público, los denominados en euros y, principalmente, a un tipo de interés fijo.