

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

El primer capítulo del IEF analiza el entorno macrofinanciero en que se ha desarrollado, en el periodo más reciente, la economía en España y la de los países con los que existe una mayor relación comercial y financiera, poniendo de manifiesto los riesgos más relevantes. En parte, estos siguen estando ligados a la evolución de la pandemia, a pesar de que la distribución de las vacunas ha reducido la probabilidad de los escenarios más desfavorables a medio plazo. No obstante, la prolongación de la pandemia en los trimestres más inmediatos a esta publicación está aumentando la probabilidad de efectos más persistentes sobre la capacidad financiera de hogares y empresas y sobre el propio tejido productivo. En este contexto, la adecuación de la respuesta de la política económica se configura como el principal elemento mitigante. En los mercados financieros, los precios de los activos con riesgo se han elevado durante los últimos meses, favorecidos por la mejora en las perspectivas macroeconómicas tras la aparición de vacunas eficaces contra el coronavirus. Sin embargo, la elevada valoración de algunos activos ha generado algunas dudas sobre su sostenibilidad, especialmente si se materializaran escenarios macrofinancieros menos favorables. En el mercado inmobiliario residencial, la actividad de compraventa ha descendido notablemente con respecto a 2019, mientras que los precios han seguido mostrando una cierta resistencia a la baja. Por último, se destaca la mayor vulnerabilidad generada por el deterioro de la posición financiera de los distintos sectores no financieros como consecuencia de la crisis, particularmente en el caso de las AAPP, mientras que, por lo que respecta a los sectores privados (hogares y empresas), el empeoramiento se ha concentrado en algunos segmentos específicos.

1.1 Entorno Macroeconómico

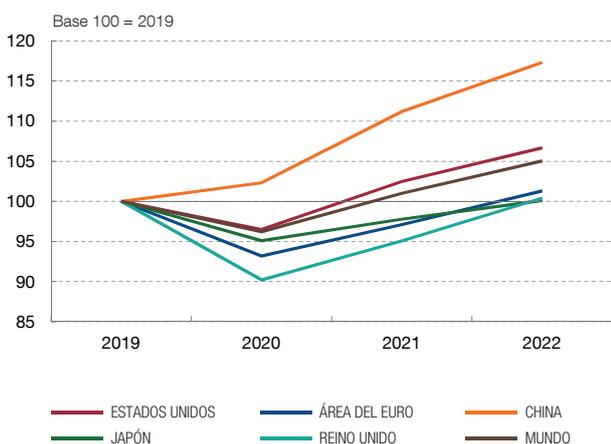
1.1.1 Países sistémicos y materiales para la economía y el sistema bancario español

La actividad económica mundial repuntó en la segunda mitad de 2020, pero se ha visto afectada negativamente por el recrudecimiento de la pandemia desde finales de año pasado. Tras el brusco desplome en la primera mitad de 2020, la actividad global repuntó con fuerza en el tercer trimestre, gracias a la relajación de las medidas de contención y los apoyos de las políticas económicas. Sin embargo, la recuperación perdió dinamismo desde finales del año 2020 ante el recrudecimiento de la pandemia y la reimposición de restricciones. El impacto de la pandemia ha sido heterogéneo por regiones, por la diferente evolución de la pandemia y las medidas de contención tomadas, el grado de exposición a sectores especialmente afectados,

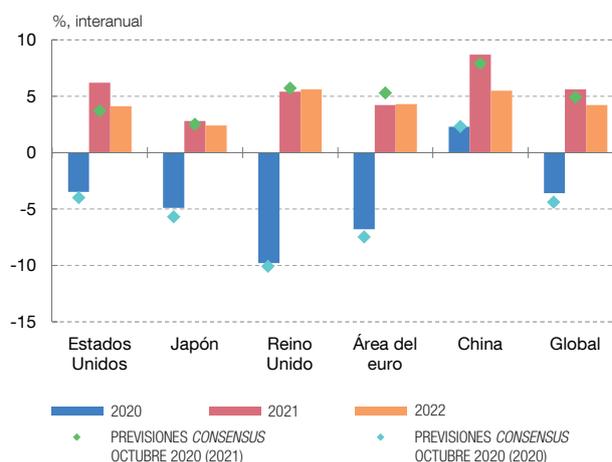
EL ESCENARIO CENTRAL DE RECUPERACIÓN GRADUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA GLOBAL EN 2021-2022 SE APOYA EN UNAS EXPECTATIVAS DESCENDENTES PARA LA INCIDENCIA DE LA PANDEMIA Y UNA APLICACIÓN ADECUADA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

El impacto de la pandemia ha sido heterogéneo por regiones, en función de la evolución sanitaria, de la exposición a los sectores más afectados, principalmente en la rama de servicios, y de las medidas de apoyo de las políticas económicas. El desarrollo de vacunas eficaces ha supuesto una mejora de las perspectivas, aunque la expansión de variantes del virus supone un riesgo a la baja. Los mercados financieros emergentes mostraron una recuperación en los meses más recientes, reflejada también en la evolución de los tipos de cambio, que se moderó a partir de mediados de febrero.

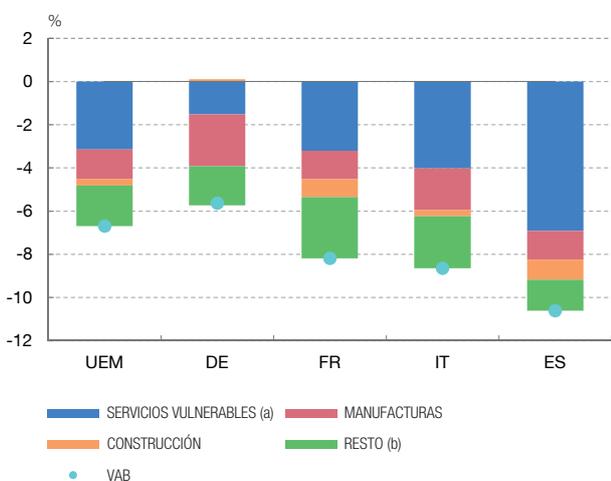
1 EVOLUCIÓN DEL PIB PARA LAS PRINCIPALES ÁREAS (2019-2022)
Consensus Forecast Febrero 2021



2 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB (2020-2022)
Consensus Forecast Febrero 2021



3 UEM. VAB Y CONTRIBUCIONES
Variación 2020



4 ECONOMÍAS EMERGENTES: TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FUENTES: Consensus Forecast, estadísticas nacionales, Reuters y Eurostat.

- a Los servicios vulnerables incluyen aquellos más expuestos a las medidas de contención (22,4 % del total VAB de UEM): comercio, transporte y hostelería (G-I) y Act. Artísticas, ocio y otros servicios (R-U).
- b Resto = primario (A); energía; servicios no de mercado (O-Q); otros servicios de mercado (comunicaciones; act. financieras y seguros y activ. inmobiliarias y actividades profesionales, científica y auxiliares).
- c Índice agregado de tipo de cambio de economías emergentes frente al dólar. Una caída indica una depreciación.

y las políticas económicas aplicadas. En 2020, el PIB mundial se redujo un 3,3 %, con notables diferencias regionales (véanse gráficos 1.1.1 y 1.1.2). Dentro de las economías avanzadas, el PIB del área del euro retrocedió un 6,7 %, con un impacto especialmente

severo en el sector servicios¹ (véase gráfico 1.1.3), destacando la caída en España de un 10,8 %, mientras que en Alemania el PIB cayó un 5,3 %. En Estados Unidos la caída fue del 3,5 %, en Japón del 4,9 % y en el Reino Unido del 9,8 %. Entre las economías emergentes, los efectos más adversos se registraron en América Latina, donde el PIB cayó en promedio un 7 %. En cambio, en China, la primera economía afectada por la pandemia, la actividad creció un 2,3 %.

La disponibilidad de vacunas ha mejorado las perspectivas económicas, aunque persiste cierta incertidumbre sobre la evolución de la situación sanitaria y sobre la intensidad de la recuperación. Tras el débil comienzo de 2021 por el repunte de la pandemia, se espera que la recuperación se acelere en la segunda mitad del año, conforme se reactiven los sectores que requieren mayor interacción social con el avance de la vacunación. A ello, se unirían estímulos adicionales de las políticas económicas, como la extensión de las medidas de apoyo a hogares y empresas en la mayor parte de los países del área del euro o en Estados Unidos². En el caso europeo, los planes para utilizar los fondos del programa NGEU, aún por concretar, impulsarán la economía en mayor medida si se dedican a inversiones de alto valor añadido y se complementan con reformas que aumenten el crecimiento potencial. El consenso de analistas espera que la economía mundial crezca a una tasa próxima al 6 % en 2021 y por encima del 4 % en 2022 (véase gráfico 1.1.2). En el caso del área del euro, esas cifras, que están en línea con las del ejercicio de previsiones del BCE de marzo, prevén un avance del PIB cercano al 4 % para cada uno de los dos años, lo cual retrasaría alcanzar el nivel de actividad pre-pandemia al segundo semestre de 2022.

Los riesgos para la economía mundial siguen estando asociados a corto plazo a la pandemia y, en particular, al avance en el proceso de vacunación. De cara a futuro, persisten los posibles problemas de solvencia de las empresas no financieras que se revelen tras la crisis. Los riesgos a la baja se centran, por un lado, en la expansión de nuevas variantes del virus más resistentes o en un retraso en la vacunación, lo que llevaría asociado nuevas medidas de distanciamiento social. Adicionalmente, un apoyo insuficiente de las políticas económicas o su retirada prematura podría traducirse en problemas de solvencia empresarial. Del mismo modo, los posibles efectos *spillover* de un aumento de los tipos de interés de largo plazo en Estados Unidos, en el contexto del impacto sobre la actividad y la inflación de la expansión fiscal en ese país, podrían llevar a un endurecimiento de las condiciones financieras en otras áreas económicas que se encuentren en una diferente posición cíclica. Por último, el elevado endeudamiento público y privado podría frenar el gasto y lastrar el proceso de recuperación. En el lado positivo, las

1 Véase Gómez, A.L. y A. Río, (2021) «El impacto desigual de la crisis sanitaria sobre las economías del área del euro en 2020», Banco de España, Documento Ocasional de próxima publicación.

2 Véase el recuadro 3 del Informe Trimestral de la Economía Española de marzo de 2021 «Análisis de los planes de política fiscal en Estados Unidos».

perspectivas pueden mejorar si se produce una evolución más favorable de la vacunación. Por otra parte, la posibilidad de un *brexit* sin acuerdo, que era uno de los riesgos que se identificaba en el anterior IEF, se ha disipado con el pacto alcanzado con el Reino Unido para su salida de la UE.

Las principales economías emergentes con presencia bancaria española significativa³ también mostraron una recuperación en el segundo semestre de 2020 que se ha moderado a principios de 2021. En general, los mercados emergentes recuperaron gran parte de las pérdidas registradas desde marzo de 2020 y las entradas de capital aumentaron a partir de noviembre, llegando a compensar, en algunos segmentos y regiones, las salidas registradas en los primeros meses del año 2020. No obstante, en varios de estos países se ha producido un alza reciente de los tipos de interés a largo plazo, como resultado del aumento de los mismos en las economías avanzadas, y una depreciación de sus monedas. Existe el riesgo de que sus condiciones financieras y los flujos de capital hacia las economías emergentes se vean afectados adversamente si esas tendencias continúan en el futuro. En este sentido, los principales países emergentes con exposición de los bancos españoles se ven afectados tanto por los riesgos propios de la pandemia como por los relacionados con sus desequilibrios macrofinancieros:

- En México, el PIB se redujo un 8,5 % en 2020, más que el promedio de América Latina, en parte por un menor estímulo fiscal⁴, mayor exposición al turismo y por la brusca caída del sector manufacturero estadounidense en el inicio de la pandemia⁵. La economía mexicana está expuesta también al posible endurecimiento de las condiciones financieras globales, y a factores locales como la incertidumbre generada por las propuestas de reforma del sector energético⁶ y de la Ley del Banco de México⁷, que podrían reducir la confianza de los inversores y la calificación crediticia del país, aún afectada negativamente por la situación de PEMEX. En el lado positivo, la economía mexicana podría ser una de las más favorecidas por el estímulo fiscal en Estados Unidos, por los canales comercial y de remesas.

3 El Banco de España realiza anualmente un ejercicio de identificación de los países de fuera de la UE/EEE (terceros países) que tienen relevancia material para el sistema bancario español, atendiendo para ello al volumen y peso de las exposiciones internacionales del sistema bancario español. Este ejercicio se realiza en línea con las orientaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). En 2020, se identificaron seis países emergentes dentro de esta categoría: México, Brasil, Turquía, Chile, Perú y Colombia.

4 Véase el seguimiento de las políticas de apoyo por parte del FMI: *Policy Responses to COVID 19*.

5 Véase Banco de España (2020), *Informe Semestral de Economía Latinoamericana del Banco de España*. Primer Semestre de 2020, para una descripción de los canales de transmisión de la pandemia a la región.

6 El 1 de febrero de 2021, el gobierno mexicano presentó una iniciativa de reforma a la Ley de la Industria Eléctrica, que pretende modificar el orden de canalización de la electricidad en la red nacional, para favorecer la empresa eléctrica del estado (Comisión Nacional de Electricidad), en detrimento del sector privado. Dicha reforma podría entrar en conflicto con lo acordado en el tratado de libre comercio con Estados Unidos y Canadá (USMCA).

7 El Senado mexicano aprobó en diciembre de 2020 un proyecto para modificar la ley del Banco de México que obligaría a la entidad a comprar divisas que los bancos comerciales no pueden ingresar al sistema financiero. El banco central, por su parte, ha señalado que dicha reforma pondría en riesgo su reputación e independencia.

- En Brasil, en cambio, el PIB cayó más moderadamente, un 4,1 %, por las menores restricciones a la movilidad y los cuantiosos apoyos monetarios y, especialmente, fiscales. Las perspectivas para 2021, sin embargo, son menos halagüeñas, pues buena parte de los programas de apoyo al crédito y los estímulos fiscales, especialmente las transferencias a hogares, han expirado⁸ y ha comenzado un endurecimiento monetario, que se descuenta que perdure hasta 2022. El peor comportamiento relativo del real brasileño refleja, además, las continuas tensiones políticas respecto a las reformas y el ajuste fiscal necesario para afrontar el elevado endeudamiento público (véase gráfico 1.1.4).
- Por su parte, Turquía fue de los pocos países con un crecimiento del PIB en 2020 (1,8 %), gracias, en parte, a las medidas de apoyo, especialmente al crédito. No obstante, esos estímulos exacerbaron sus desequilibrios macrofinancieros, como la elevada inflación y su dependencia de la financiación exterior, lo que se reflejó en la depreciación de la lira y la reducción de las reservas, y redundó en una elevada vulnerabilidad a un endurecimiento de las condiciones financieras globales. En ese contexto, el banco central de Turquía giró hacia una política monetaria más restrictiva (véase gráfico 1.1.4), con el fin de contener la inflación y las presiones depreciatorias⁹. Más recientemente, la destitución de la persona responsable del banco central ocasionó una fuerte depreciación adicional de la lira y la salida de capitales, que se han traducido en importantes turbulencias financieras.

1.1.2 España

Como en el resto del mundo, la evolución de la economía española desde la primavera de 2020 ha estado completamente condicionada por el COVID-19.

El PIB de nuestro país registró una tasa media anual del -10,8 % en 2020, la mayor caída de su historia reciente, con un impacto concentrado en el primer semestre del año y una incipiente recuperación a partir del tercer trimestre (véase gráfico 1.2). El consumo y la inversión privados se han visto, en este periodo, fuertemente lastrados por la caída de las rentas, el aumento de la incertidumbre y las restricciones para contener la pandemia. Los flujos de comercio exterior han mostrado también descensos muy pronunciados, resultando en una contribución neta negativa del saldo exterior al crecimiento del PIB en términos reales. En particular, el descenso de las exportaciones de turismo está siendo especialmente severo, al verse muy afectado por las restricciones a la movilidad internacional de las personas.

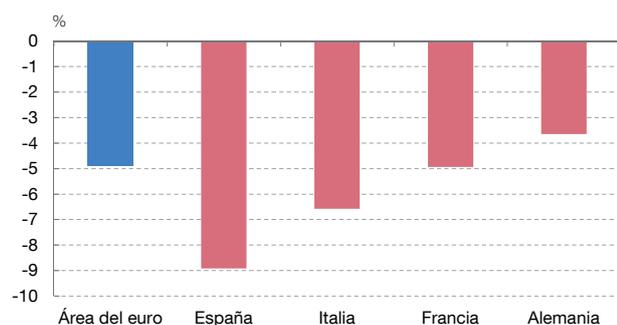
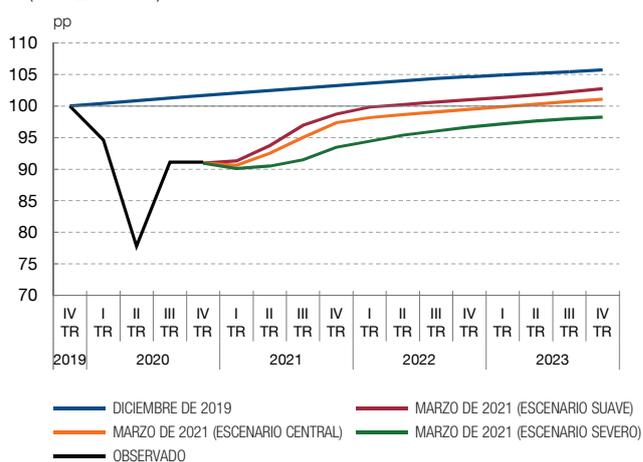
⁸ El gobierno brasileño no reimplantó las transferencias a hogares que expiraron a finales de 2020 (4,4 % del PIB), y las sustituyó por un programa de apoyo de rentas de una cuantía muy inferior (0,6 % del PIB).

⁹ Además, el banco central y la agencia supervisora bancaria turca comenzaron a revertir las medidas de estímulo a la concesión de crédito.

DENTRO DE LOS PAÍSES EUROPEOS, LA PANDEMIA HA AFECTADO DE FORMA PARTICULARMENTE SEVERA AL PIB DE ESPAÑA, QUE, BAJO EL ESCENARIO CENTRAL, RECUPERARÍA EL NIVEL PREVIO A LA CRISIS EN 2023

El PIB de España registró un descenso anual del 10,8 % en 2020, la mayor caída de su historia reciente y superior a la de otros países europeos comparables. Este impacto estuvo concentrado en el primer semestre del año, con una incipiente recuperación a partir del tercer trimestre, que ha sido sin embargo incompleta. De esta forma, la actividad económica en España se situó en el último trimestre del año sensiblemente por debajo del nivel previo a la pandemia (-8,9 %). Bajo el escenario central de proyección y con una desaparición progresiva de los efectos económicos negativos de la pandemia, se recuperaría el nivel de PIB previo a la irrupción de la crisis en la segunda mitad de 2023. La incertidumbre sobre la evolución exacta de las condiciones sanitarias y el grado de permanencia de los impactos económicos en 2020, lleva a considerar escenarios adicionales que generan un intervalo de posibles sendas del PIB en torno a la proyección central.

1 PIB REAL. CAÍDAS RESPECTO AL NIVEL PRE-CRISIS (a)

2 PIB REAL ESPAÑA. NIVEL (b)
(IV TR 2019 = 100)

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Variación interanual del PIB en IV TR 2020.

b Se proyecta un escenario central para la economía española y dos escenarios alternativos (suave y severo), que difieren en los supuestos sobre la evolución de la pandemia y las consecuencias a medio plazo de la misma. Para más información véase *Proyecciones Macroeconómicas 2021-2023* de marzo de 2021.

El repunte de la actividad fue intenso en el tercer trimestre de 2020, pero se paró en el cuarto, como consecuencia de la evolución epidemiológica desfavorable. En cualquier caso, la recuperación hasta la fecha ha sido solo parcial. El deterioro del control de la transmisión del virus en los meses de invierno afectó negativamente a la confianza de hogares y empresas, con el consiguiente efecto negativo sobre la demanda agregada, y tuvo que ser compensado con mayores restricciones a la movilidad y a la actividad económica¹⁰, con efectos negativos adicionales, que, sin embargo, tuvieron un impacto en el PIB muy inferior al del segundo trimestre, fruto de la adaptación de los agentes al nuevo entorno. De todas formas, a final de año, la economía española se encontraba todavía entre las más afectadas por la pandemia, con un nivel de PIB trimestral en el último cuarto de 2020 que era un 8,9 % inferior al previo a la crisis, mientras que en el conjunto del área del euro esa brecha era de más de 4 puntos porcentuales (véase gráfico 1.2).

10 Véase Ghirelli, Gonzalez, Herrera y Hurtado, «Weather, mobility and the evolution of the COVID-19 pandemic», Documento de Trabajo del Banco de España, n.º 2109.

En el corto plazo, cabe esperar aumentos modestos del nivel de actividad económica, en tanto no se haya logrado la inmunización de la población. En el escenario central de las proyecciones más recientes del Banco de España, el PIB registraría crecimientos elevados en la segunda mitad de 2021, como consecuencia de los avances en el proceso de vacunación, de la utilización de los fondos europeos del programa NGEU¹¹ y de la evolución económica internacional. El repunte del producto de la economía española en 2021 sería de un 6 % en este escenario central y la recuperación de la actividad continuaría en 2022 y 2023 (véase gráfico 1.2.2).

No obstante, la incertidumbre sigue siendo muy elevada, lo que ha determinado la elaboración de dos escenarios alternativos. La incertidumbre acerca de la duración de la crisis sanitaria parece haberse reducido, dados los avances proyectados en el proceso de vacunación. Sin embargo, persisten dudas respecto a la magnitud de los posibles efectos económicos negativos de la pandemia más allá del corto plazo, que no es plenamente independiente de la propia duración de la misma. La decidida actuación coordinada de las políticas económicas, proporcionando rentas y liquidez a los agentes privados, ha contribuido de forma crucial a limitar los daños al tejido productivo, pero no logrará evitarlos por completo, especialmente si la crisis sanitaria continúa prolongándose. Además, los escenarios difieren entre sí en una dimensión adicional, relacionada con el grado de persistencia de los cambios inducidos en el comportamiento de los agentes como consecuencia del COVID-19. A estos efectos, se han considerado distintos supuestos acerca de las decisiones de gasto de los hogares, españoles y del resto del mundo (a través de las exportaciones de turismo).

Los riesgos adicionales con respecto al escenario central incluyen desarrollos epidemiológicos más adversos (sobre todo en el corto plazo), la incertidumbre sobre la capacidad de resistencia de hogares y empresas, y la magnitud de los cambios estructurales incipientes que la pandemia podría haber acelerado. En primer lugar, una posible evolución epidemiológica más adversa que la prevista (por ejemplo, asociada a nuevas cepas del virus con mayor grado de transmisión y más resistentes a las vacunas) amenazaría el ritmo de recuperación en 2021, debido a sus efectos negativos directos sobre la demanda agregada por el deterioro de la confianza y la necesidad de introducir mayores restricciones a la movilidad. En segundo lugar, a pesar de la contundencia de las medidas aplicadas (especialmente los esquemas de mantenimiento del empleo a corto plazo y la provisión de liquidez a las empresas, a lo que cabría unir el efecto del programa NGEU en 2021), la prolongación de la crisis sanitaria hace más probable que se deteriore el mercado de trabajo y que se incrementen las quiebras empresariales, provocando daños más persistentes al tejido productivo. Una

11 Véase el recuadro 1 del Informe Trimestral de la Economía Española de marzo de 2021 [«Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2023)»].

fuentes adicionales de incertidumbre es la aceleración que la pandemia está provocando en algunos procesos de transformación estructural preexistentes, como la digitalización que harían necesaria una reasignación de recursos económicos, de magnitud desconocida.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

El desarrollo de vacunas efectivas contra el COVID-19 y el progreso en el proceso de vacunación a escala global han favorecido la revalorización de los activos con riesgo en los mercados financieros internacionales desde la fecha de cierre del último IEF, a pesar del avance de las nuevas olas del virus agravadas por la aparición de nuevas cepas. Tras el repunte de la aversión al riesgo a finales de octubre, condicionado por el empeoramiento de la pandemia en Europa y la incertidumbre sobre el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos, la publicación de los datos sobre la efectividad de las vacunas a principios de noviembre y, desde principios de este año, el avance de la campaña de vacunación han generado un sentimiento optimista en los inversores. Esto se ha reflejado en avances en los índices bursátiles, descensos de las primas de riesgo de crédito y caídas en las volatilidades del precio de los activos, a lo que también ha contribuido la desaparición de otros escenarios de riesgo, como el de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdo¹² (véanse gráficos 1.3.1, 1.3.2 y 1.3.3).

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia se han elevado, especialmente en EEUU, desde principios de este año. Esta evolución está condicionada por la menor aversión al riesgo, las expectativas económicas más favorables, el aumento de la inflación esperada y por los paquetes de gasto fiscal, que implican la necesidad de nuevas emisiones por parte de los tesoros. Al actuar este tipo de activos como valor refugio, la rentabilidad exigida a los mismos había disminuido significativamente en la fase de máxima incertidumbre en el inicio de la pandemia. Excepto en el caso de Japón, estas rentabilidades se sitúan todavía en niveles inferiores a los de principios de 2020 (véase gráfico 1.4.1). Esta menor aversión al riesgo también ha favorecido que el dólar estadounidense, que también actúa como valor refugio, haya continuado depreciándose, si bien desde principios de año esta tendencia parece estar revirtiéndose ante la mejora de las expectativas de recuperación económica en EEUU (véase gráfico 1.4.2).

En los mercados de deuda soberana de la UEM, los diferenciales de rentabilidad a largo plazo entre países han continuado en niveles reducidos en el primer

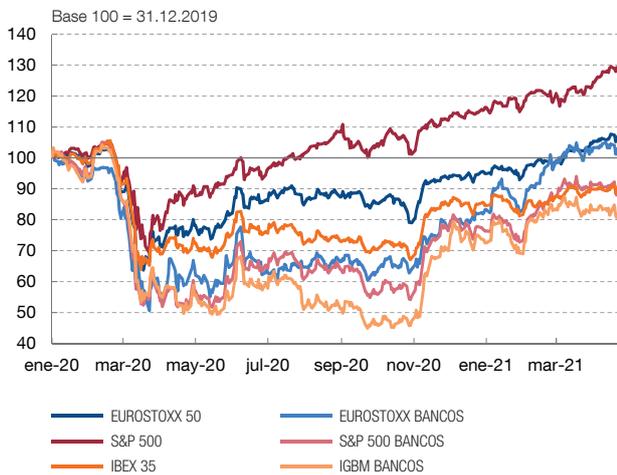
12 A finales de enero, se produjo un repunte puntual de la volatilidad del índice S&P 500 (VIX), ligado a operaciones minoristas coordinadas y, desde mediados de febrero, un repunte en la volatilidad de las opciones de los bonos soberanos de EEUU (MOVE) ante el incremento del tramo largo de la curva de tipos de interés.

Gráfico 1.3

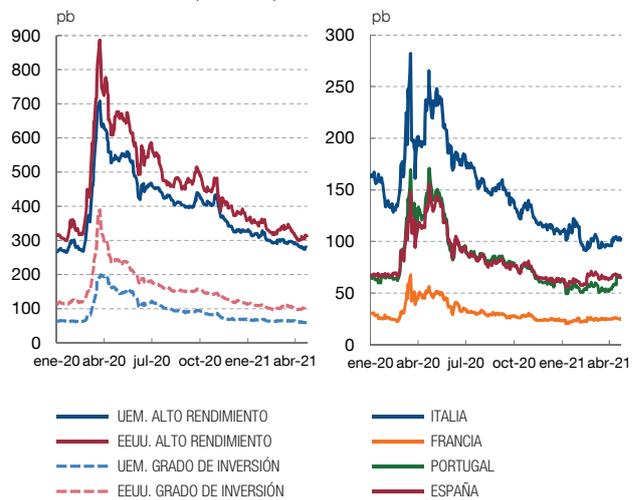
LOS AVANCES MÉDICOS CONTRA EL COVID-19 HAN FAVORECIDO UNA REVALORIZACIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS CON RIESGO EN LOS ÚLTIMOS MESES, SI BIEN SE PLANTEAN DUDAS SOBRE SU SOSTENIBILIDAD EN ALGUNOS CASOS

El desarrollo de vacunas efectivas contra el COVID-19 y el progreso en su distribución han generado un sentimiento optimista en los inversores que se ha reflejado en avances en los índices bursátiles, descensos de las primas de riesgo de crédito y de los diferenciales de deuda soberana en la UEM, y caídas en las volatilidades del precio de los activos. El aumento de los precios de las acciones en las bolsas de EEUU ha situado su nivel en cotas muy elevadas en comparación con los beneficios de las empresas en términos ajustados al ciclo.

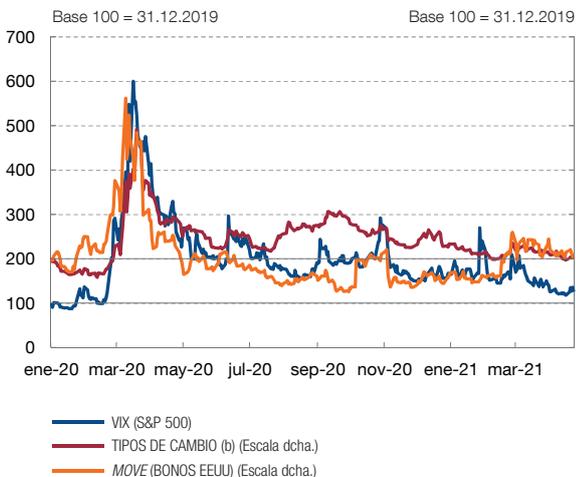
1 ÍNDICES DE BOLSA



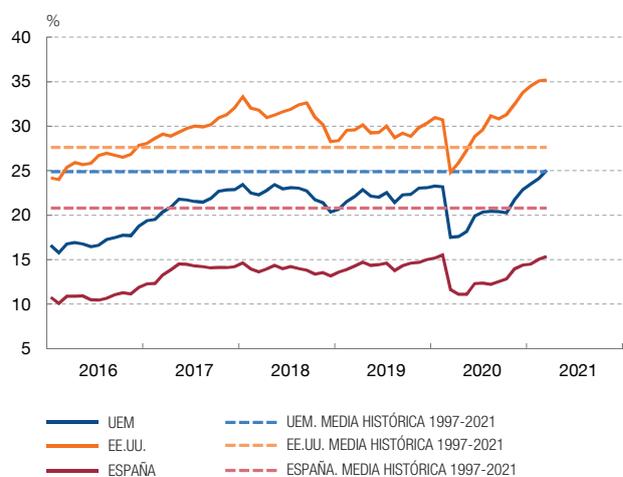
2 DIFERENCIALES DE LOS BONOS CORPORATIVOS RESPECTO A LA CURVA SWAP (IZQUIERDA) (a) Y DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA (DERECHA)



3 VOLATILIDADES



4 PER AJUSTADO AL CICLO (c)



FUENTES: Robert J. Shiller y Thomson Reuters Datastream.

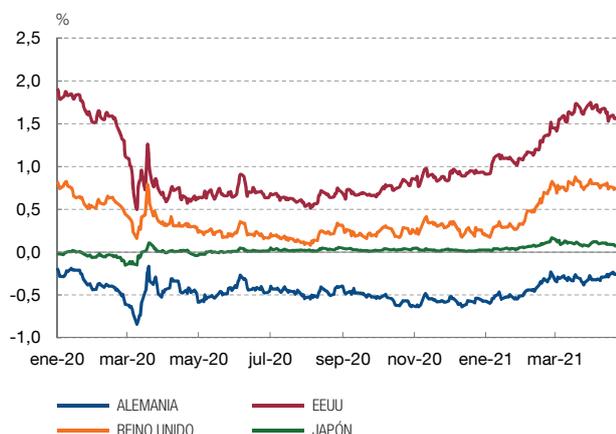
- a Alto rendimiento: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch High Yield. Grado de inversión: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Corporate.
- b Promedio de las volatilidades a tres meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.
- c El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de diez años de los beneficios.

trimestre de 2021, favorecidos por los programas de compras del BCE, en especial por el PEPP, que se ha ampliado en diciembre tras la recalibración de los instrumentos de política monetaria, y por el acuerdo sobre el fondo de recuperación en la UE (véase gráfico 1.3.2).

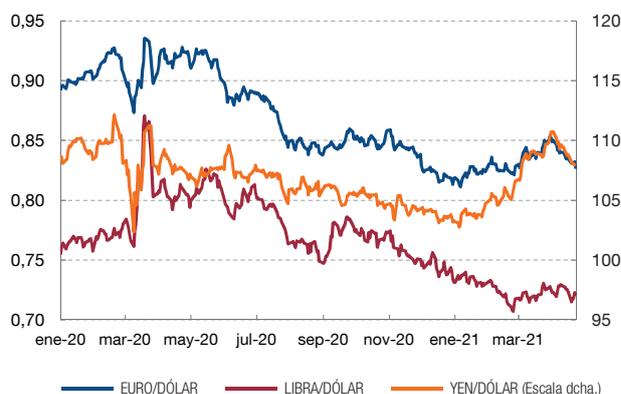
LAS RENTABILIDADES A LARGO PLAZO DE LAS DEUDAS SOBERANAS DE MAYOR CALIDAD CREDITICIA SE HAN ELEVADO Y EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE HA DEJADO DE DEPRECIARSE DESDE PRINCIPIOS DE AÑO

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia se han elevado, especialmente en EEUU y Reino Unido, condicionadas por la menor aversión al riesgo, las expectativas económicas más favorables, el aumento de la inflación esperada y por los paquetes de gasto fiscal. La menor aversión al riesgo también ha favorecido que el dólar estadounidense continuara depreciándose en la parte final de 2020, si bien desde principios de 2021 esta tendencia se ha interrumpido ante la mejora de las expectativas de recuperación económica en EEUU.

1 TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS



2 TIPOS DE CAMBIO BILATERALES FRENTE AL DÓLAR



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

La revalorización de los índices bursátiles en la parte final de 2020 ha sido más intensa en aquellos sectores cuyos precios habían experimentado mayores pérdidas desde el inicio de la pandemia. Así, las cotizaciones del sector bancario han acumulado mayores ganancias desde principios de noviembre que las generadas en otros sectores, como telecomunicaciones y tecnología. En línea con estos desarrollos, y como consecuencia de las diferencias en la composición sectorial de las bolsas, la revalorización de los índices europeos, y en particular la del Ibex 35, ha sido más intensa que la registrada por el S&P 500¹³. No obstante, los índices de los sectores más cíclicos, incluido el bancario, así como algunos de los índices generales europeos, todavía se sitúan por debajo de los niveles previos al estallido de la crisis. Por el contrario, el índice de EE.UU. ha alcanzado máximos históricos (véase gráfico 1.3.1).

Las primas de riesgo de crédito corporativas han disminuido en los últimos meses con más intensidad en el segmento de alto rendimiento que en el de grado de inversión, situándose ya en niveles similares a los registrados antes de la pandemia en todos los segmentos. Esta evolución se habría visto apoyada por los programas de compra de activos de los bancos centrales y por una menor aversión al riesgo (véase gráfico 1.3.2). En EE.UU., donde el banco central incluye

13 En particular, el peso del sector bancario es aproximadamente del 5%, 6% y 22% en el S&P 500, EUROSTOXX 50 e IBEX 35, respectivamente, mientras que en el caso del sector tecnológico estas cifras serían del 28%, 13% y 6%.

bonos de grado de inversión y de alto rendimiento en su programa de compras, las emisiones de ambos tipos de instrumentos cerraron 2020 en volúmenes record, mientras que en la UEM y en España lo hicieron solo en el segmento de grado de inversión. Desde el inicio de 2021, las emisiones de EE.UU. y de la UEM superan ya a las de años anteriores en el segmento de alto rendimiento

El número de rebajas de calificación crediticia de los bonos corporativos se ha reducido significativamente en los últimos meses, si bien en marzo se observó un ligero repunte. Esta reducción también se ha observado en el caso de las empresas españolas. Desde el estallido de la crisis, el número acumulado de rebajas a nivel mundial y en la UEM es inferior al observado durante el mismo período tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. No obstante, una proporción destacada de las emisiones con *rating* BBB continúa con perspectivas negativas de calificación.

La rápida recuperación de los precios de los activos con riesgo en algunos segmentos ha suscitado dudas sobre su sostenibilidad, especialmente si se materializan determinados riesgos. El empeoramiento de la situación epidemiológica, la revisión a la baja de las expectativas de beneficios corporativos o una retirada prematura de las medidas de apoyo público podrían desencadenar la corrección de algunos precios, especialmente en los activos con mayores indicios de valoraciones elevadas. En particular, la relación entre el precio de las acciones de las empresas que forman parte del S&P 500 y sus beneficios (PER, por sus siglas en inglés), en términos ajustados al ciclo, se sitúa actualmente en niveles elevados, por encima de su media histórica. Esto se explica en buena medida por la evolución de los precios de un número reducido de empresas de gran tamaño, especialmente en el sector tecnológico. Por el contrario, en la UEM y en España los precios de las acciones no parecen elevados en comparación con los beneficios de las empresas cotizadas, ajustados al ciclo (véase gráfico 1.3.4). En los mercados de deuda corporativa, las primas de riesgo de crédito se sitúan en un nivel inferior al que sugiere su relación histórica con sus determinantes, especialmente en el segmento de alto rendimiento, lo cual podría estar ligado, entre otros factores, al efecto de los programas de compras de activos de los bancos centrales (véase recuadro 1.1).

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

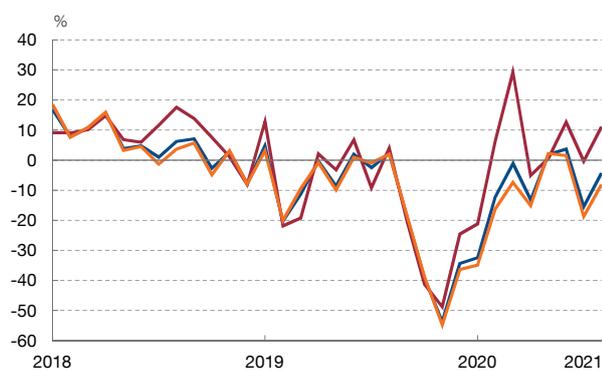
Las compraventas de vivienda descendieron un 17,7 % en 2020, lastradas por su fuerte caída en los meses iniciales de la pandemia. Tras el confinamiento severo en la pasada primavera, las transacciones iniciaron una senda de recuperación gradual que se extendió hasta finales de año, favorecidas por el afloramiento de la demanda embalsada durante la primera ola del COVID-19. Esta trayectoria al alza de las operaciones en el segundo semestre de 2020 no ha proseguido a comienzos de 2021, con una caída interanual de las compraventas en enero y febrero (véase gráfico 1.5). La evolución menos favorable de las operaciones en el primer

Gráfico 1.5

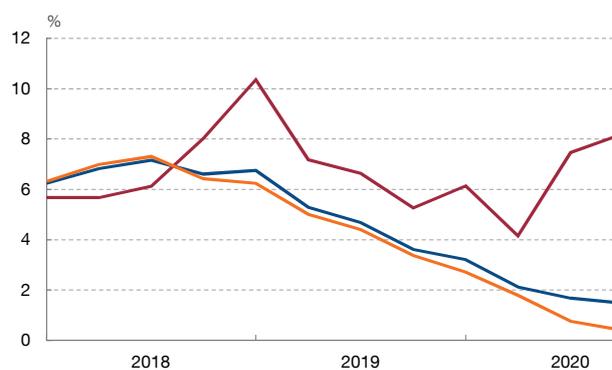
LAS TRANSACCIONES DE VIVIENDA SE HAN VISTO IMPACTADAS POR LA EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA, AL IGUAL QUE EL CRÉDITO NUEVO PARA SU COMPRA, MIENTRAS LOS PRECIOS HAN SEGUIDO DESACELERÁNDOSE

La compraventa de viviendas cerró 2020 con un balance negativo, lastrada por el desplome de las transacciones en los meses iniciales de la pandemia. A pesar de este contexto, los precios de la vivienda no registraron descensos generalizados, sino que continuaron con la tendencia de desaceleración previa. El segmento de vivienda nueva mostró una evolución más favorable, lo que podría reflejar un cierto cambio en las preferencias de los agentes. Las nuevas operaciones de crédito para la compra de vivienda se reactivaron de forma importante en la segunda parte de 2020, compensando parcialmente el retroceso registrando durante el confinamiento de la primavera. Por su parte, los estándares crediticios de las nuevas hipotecas se habrían endurecido ligeramente durante los últimos trimestres.

1 COMPRAS DE VIVIENDA
Variación interanual



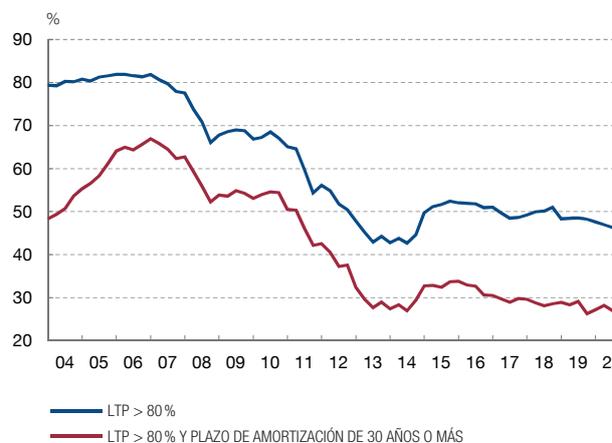
2 PRECIOS DE LA VIVIENDA
Variación interanual



3 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO PARA LA COMPRA DE VIVIENDA



4 PROPORCIÓN DE NUEVAS HIPOTECAS PARA LA COMPRA DE VIVIENDA CON RELACIÓN LOAN TO PRICE (LTP) ELEVADA (c)



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

a Datos acumulados de tres meses.

b Datos trimestrales. Son promedios de cuatro trimestres.

c Los datos sobre la relación préstamo-precio son incompletos y se refieren a una muestra.

bimestre del año se concentró en el segmento de vivienda usada y en la modalidad de viviendas colectivas. Por regiones, este menor dinamismo tuvo lugar, principalmente, en las Comunidades Autónomas que suelen presentar mayores volúmenes de transacciones. Por su parte, las compraventas de vivienda nueva o unifamiliares vienen evidenciando desde el inicio de la recuperación una mayor fortaleza frente a las de segunda mano o colectivas. Este patrón podría persistir si

se consolidaran los cambios que parecen advertirse en las preferencias de los compradores hacia viviendas más grandes, con espacios abiertos y situadas en la periferia de las ciudades, en la medida en que la vivienda nueva o unifamiliar puede adaptarse con mayor flexibilidad a estos cambios.

Los precios de la vivienda mantuvieron la tendencia de desaceleración iniciada antes de la crisis, sin que se hayan observado hasta ahora descensos generalizados. El índice del precio de la vivienda aumentó un 1,5 % interanual en el cuarto trimestre de 2020, destacando la aceleración del precio de la vivienda nueva (8,2 %), que puede reflejar, al menos en parte, decisiones de inversión anteriores a la crisis, así como el cambio en los patrones de demanda apuntados previamente (véase gráfico 1.5.2). En cambio, el precio de la vivienda usada continuó desacelerándose (0,4 %). La resistencia hasta ahora de los precios inmobiliarios residenciales contrasta con el fuerte descenso observado durante la crisis financiera global. Ello obedecería a varios factores. En primer lugar, la crisis actual no ha tenido su origen en los excesos financieros y en el sobredimensionamiento del sector inmobiliario. Además, la introducción de mecanismos de protección de rentas para los hogares más afectados por la crisis, como las moratorias hipotecarias o los ERTE, conjuntamente con unos criterios de concesión de los préstamos para adquisición de la vivienda mucho más estrictos durante los últimos años y un menor nivel de endeudamiento ha limitado hasta el momento el volumen de ventas forzosas. Por último, antes del inicio de la pandemia no se observaban indicios claros generalizados de sobrevaloración en el mercado inmobiliario. En cualquier caso, la evolución futura de los precios de la vivienda se ve afectada también por la incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación de la actividad económica.

En el mercado de crédito inmobiliario para la adquisición de vivienda también se ha producido una cierta reactivación de las nuevas operaciones, mientras que los estándares crediticios se habrían endurecido ligeramente. Durante la segunda mitad de 2020 tuvo lugar una recuperación importante del volumen de hipotecas para la compra de vivienda, lo que ha permitido compensar parcialmente la fuerte caída de este tipo de financiación en los meses posteriores al estallido de la pandemia (véase gráfico 1.5.3). Esta evolución ha venido acompañada, no obstante, por un ligero endurecimiento de las condiciones de concesión. Así, ha descendido el peso de las nuevas operaciones con una relación préstamo-precio (LTP, por sus siglas en inglés de *Loan-to-Price*) superior al 80 % (véase gráfico 1.5.4). Dentro de éstas, además, se ha reducido la importancia relativa de las hipotecas con vencimientos dilatados. Por otro lado, el diferencial del tipo de interés frente a la referencia libre de riesgo se mantuvo prácticamente inalterado en 2020. Estos desarrollos sugieren que las entidades mantienen cierta cautela a la hora de conceder este tipo de créditos.

El impacto de la crisis en el mercado inmobiliario comercial ha sido más acusado que en el residencial, en línea con su mayor sensibilidad al ciclo, y cambios en los canales de distribución comercial, con mayor peso de las

ventas online. Así, las transacciones han caído con intensidad y los precios han retrocedido, aunque moderadamente, de forma generalizada. En este contexto, las nuevas hipotecas respaldadas por inmuebles comerciales no muestran indicios de recuperación y las condiciones crediticias se han vuelto más estrictas. Ello se refleja, por ejemplo, en el descenso del peso de las operaciones con LTP elevada.

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

La crisis del COVID-19 está impactando con intensidad en los resultados de las empresas. Así, con la información disponible de la muestra de empresas participantes en la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las de gran dimensión, el porcentaje de compañías con un ROA¹⁴ negativo se incrementó en 2020 hasta el 34 %, lo que supone 8 pp más con respecto al año anterior¹⁵ (véase gráfico 1.6.1). De acuerdo con microsimulaciones realizadas¹⁶, el retroceso de la rentabilidad estaría siendo especialmente intenso en las pymes y, sobre todo, en los sectores de hostelería, restauración y ocio, vehículos de motor, comercio y transporte y almacenamiento.

El grado de presión financiera soportado por las empresas como consecuencia de su endeudamiento también se estaría elevando. La ratio agregada de deuda sobre PIB se habría incrementado, a lo largo de 2020, en 12 pp (véase gráfico 1.6.2). De este incremento, dos tercios se explicaría por la caída del producto. Esta evolución también habría resultado en un incremento, aunque mucho más reducido, de la ratio de carga financiera por intereses, gracias al reducido nivel de los costes de financiación. La evolución, en 2020, del endeudamiento a nivel de empresa, según la CBT, evidencia que el aumento de la presión financiera soportada por este sector se explica en mayor medida por el descenso de los resultados que por el aumento de su deuda neta¹⁷. El recuadro 1.2 examina la evolución heterogénea del endeudamiento bancario entre empresas que presentaban distintas características de situación financiera antes de la irrupción de la crisis. Por su parte, el recuadro 1.3 explora medidas para mejorar la solvencia empresarial, como reacción a esta evolución reciente.

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

15 Véase «El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

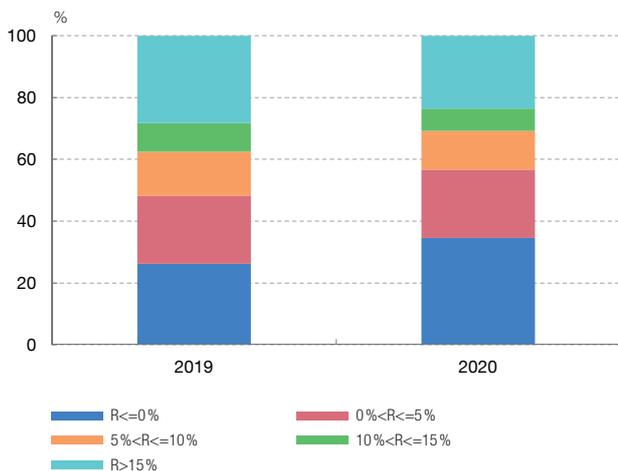
16 A partir de la información empresarial procedente de la Central de Balances Integrada (CBI) de los años 2018 y 2019, se realizan microsimulaciones para estimar el comportamiento de las empresas en 2020.

17 Véase recuadro «Evolución reciente del endeudamiento del sector de sociedades no financieras» del artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2020. Un avance de cierre del ejercicio», *Boletín económico*, 1/2021, Banco de España.

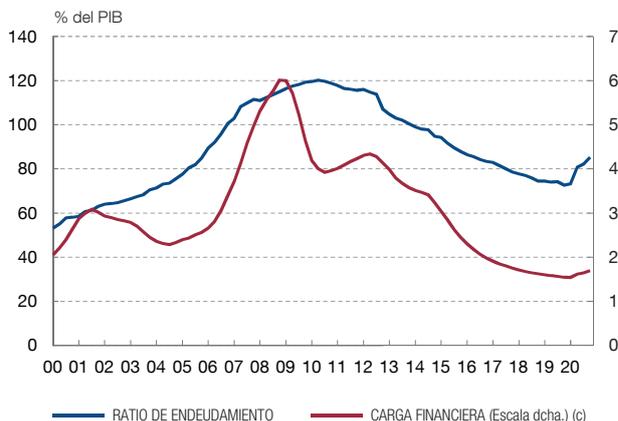
LA CRISIS DEL COVID-19 HA IMPACTADO NEGATIVAMENTE EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS, QUE HAN VUELTO A AUMENTAR SU ENDEUDAMIENTO TRAS UNA DÉCADA DE DESAPALANCAMIENTO

La crisis del COVID-19 ha supuesto un fuerte deterioro de los resultados empresariales. Así, según la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral, el porcentaje de las mismas con una rentabilidad ordinaria del activo negativa se ha incrementado hasta el 34 % en 2020, 8 pp más que en el año anterior. Las necesidades de liquidez de las empresas han sido cubiertas en buena medida recurriendo al crédito, favorecido por las medidas implementadas por las autoridades, lo que, unido a la intensa contracción del PIB, ha resultado en un incremento de la ratio de deuda y, en menor medida, de carga financiera, por primera vez en una década.

1 PORCENTAJE DE EMPRESAS POR RANGO DE RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (a) (b)



2 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



FUENTE: Banco de España.

- a La información procede de la muestra trimestral de la Central de Balances (CBT). Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste.
b R = Rentabilidad ordinaria del activo neto.
c La carga financiera de las empresas comprende únicamente los pagos que estas realizan en concepto de intereses, dada la dificultad para estimar con fiabilidad la cuantía de las cuotas de amortización.

En el caso de los hogares, también estaría aumentado el grado de presión financiera, especialmente en el caso de las familias más afectadas por la crisis, aunque las medidas de apoyo público habrían contribuido hasta el momento a mitigar estos efectos significativamente. Así, según la Encuesta Financiera de las Familias¹⁸, en los sectores más afectados por la pandemia el porcentaje de hogares más vulnerables era más elevado¹⁹. En todo caso, las transferencias sociales en forma de prestaciones de desempleo, ERTE²⁰ e ingreso

18 La última Encuesta Financiera de las Familias disponible corresponde al año 2017. Sin embargo, la información que proporciona esta encuesta a nivel de hogar sobre la distribución de la riqueza de las familias españolas suele ser relativamente estable en el tiempo.

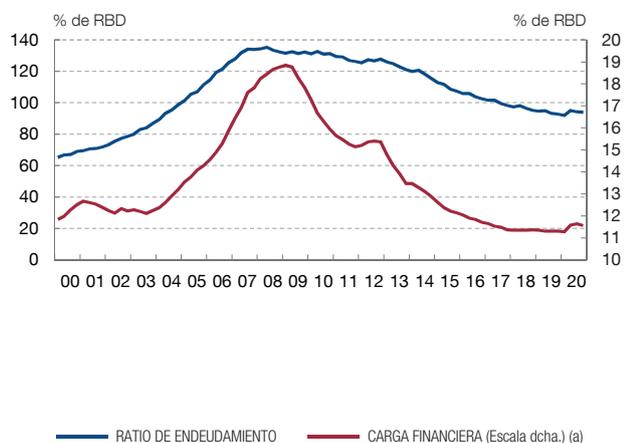
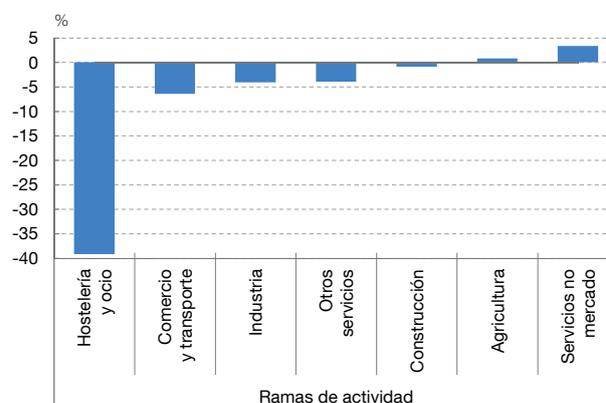
19 Véase «La situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

20 A finales de marzo de 2021 había 743.628 personas en situación de Expediente de Regulación Temporal de Empleo (ERTE).

AUNQUE LOS HOGARES SIGUEN REDUCIENDO SU DEUDA, LA CAÍDA DE LAS RENTAS HA ELEVADO LA RATIO AGREGADA DE ENDEUDAMIENTO DE ESTE SECTOR

A pesar de la pandemia, las familias españolas han seguido reduciendo su deuda, en términos agregados. Sin embargo, la caída de las rentas, que se ha concentrado en los trabajadores más ligados a las industrias más afectadas por las restricciones a la interacción social, ha llevado a que la ratio de deuda sobre renta bruta disponible se haya incrementado.

1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA

2 AFILIACIÓN EFECTIVA EN MARZO DE 2021 (b)
Variación con respecto a febrero de 2020

FUENTE: Banco de España.

- a La carga financiera de las familias comprende los pagos que éstas realizan en concepto de intereses y amortización de la deuda.
b La afiliación está corregida por efectos estacionales.

mínimo vital²¹ han contribuido a amortiguar las caídas de las rentas de estos hogares. Asimismo, las moratorias en la carga financiera de los hogares más afectados por la crisis, así como en los alquileres y en los consumos energéticos, habrían reducido, aunque de forma transitoria, la presión sobre esas menores rentas. Tanto la ratio de deuda agregada como la de carga financiera en términos de renta bruta disponible (RBD) habrían aumentado levemente en 2020, debido a que la caída de la RBD, que se habría concentrado en determinados colectivos, se vio compensada, en gran parte, por el descenso del saldo de crédito y de los gastos financieros (véase gráfico 1.7.1).

A pesar de la crisis, la riqueza agregada de los hogares ha seguido aumentando, gracias al ahorro y al incremento del patrimonio inmobiliario, si bien existe una elevada heterogeneidad de niveles de renta y patrimonio dentro del sector. La tasa de ahorro de las familias se ha situado en máximos históricos, canalizándose una gran parte de los fondos hacia los depósitos. Sin embargo, es

21 En marzo de 2021, el ingreso mínimo vital había sido concedido a más de 203.000 hogares integrados por 565.000 personas.

muy probable que el aumento de la riqueza más líquida se concentre en los hogares menos vulnerables. El impacto negativo sobre las rentas del trabajo de los hogares ha variado marcadamente en función de la rama de actividad de su empleo (véase gráfico 1.7.2). El recuadro 1.2 examina también la heterogeneidad en la respuesta del endeudamiento bancario a la crisis del COVID-19 entre personas físicas con distintas características de renta, situación laboral y otros atributos informativos sobre la fragilidad de sus rentas.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

El año 2020 se cerró con un deterioro notable de las finanzas públicas en España, debido a los efectos de la pandemia y de las medidas adoptadas para contenerla.

El déficit de las AAPP se situó a finales de 2020 en el 11 % del PIB, notablemente por encima del 2,9 % registrado en el año 2019, y la deuda pública se elevó al 120 % del PIB (véase gráfico 1.8.1). La reclasificación de la SAREB como parte de las AAPP²² explica 0,9 pp del aumento del déficit y 3 pp del incremento de la deuda. El resto se explicaría tanto por la caída de los ingresos (-5 %) como, sobre todo, por el fuerte incremento de los gastos (+10 %). Los primeros se vieron afectados por los efectos sobre las bases impositivas de la caída de la actividad y por las moratorias fiscales establecidas para ayudar a las empresas con problemas de liquidez, que se vieron compensados en parte, en el caso del IRPF, por las medidas de sostenimiento de rentas de los agentes privados por parte de las AAPP. A su vez, los gastos se incrementaron como consecuencia de las medidas adoptadas en respuesta al COVID-19.

Las últimas proyecciones del Banco de España, publicadas el pasado mes de marzo y cerradas antes de la publicación del dato de final del año 2020²³, anticipaban una corrección progresiva del saldo de las AAPP en el periodo 2021-2023. La persistencia de la pandemia ha llevado a que se extendieran las actuaciones extraordinarias relacionadas con los ERTE y ceses de actividad de autónomos hasta el 30 de mayo de 2021, así como a una ampliación del plazo de las líneas de avales para préstamos. Posteriormente, se ha aprobado también un nuevo paquete de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial, incluyendo ayudas directas, por un importe total de 11 mm de euros. Sin embargo, hay una serie de factores que contribuirán a que el déficit se corrija parcialmente este año. Por un lado, se espera una recuperación significativa de los ingresos públicos, como consecuencia de la mejoría prevista de la actividad económica, especialmente en la segunda mitad del año, así como, en menor medida, del aumento en la recaudación

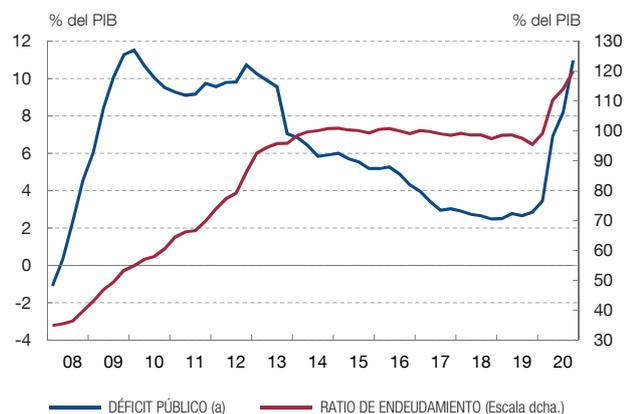
22 La reclasificación sigue el criterio de Eurostat y tras la negativa evolución de su situación financiera, caracterizada por una serie de pérdidas continuadas durante los últimos años. Contablemente esta operación se registra como una transferencia de capital de las AAPP al resto de agentes residentes en 2020, por el valor neto contable negativo de la entidad, y un aumento de la deuda pública, por el valor de los pasivos de la SAREB.

23 Véase [Escenarios macroeconómicos para la economía española 2021-2023](#).

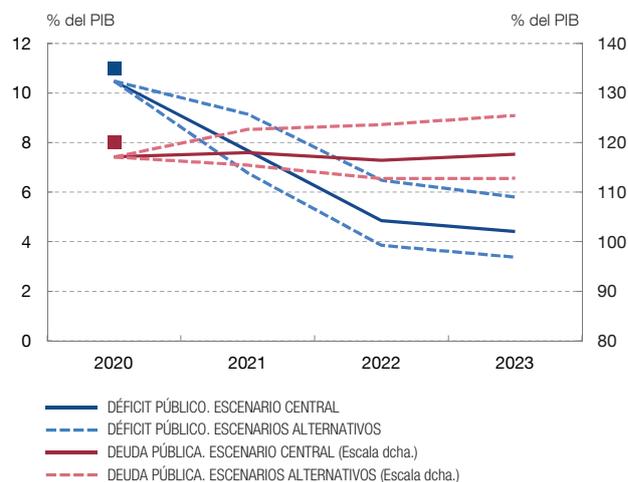
LA PANDEMIA DEL COVID-19 HA SUPUESTO UN DETERIORO NOTABLE DE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS AAPP ESPAÑOLAS

La acción decidida de las autoridades fiscales en 2020 ha permitido contrarrestar de forma eficaz los efectos económicos negativos del COVID-19. Pero el deterioro de las finanzas públicas resultante supone una mayor vulnerabilidad ante posibles perturbaciones adicionales. En el corto plazo, las condiciones de financiación favorables y los programas de fondos europeos permiten mantener un tono expansivo de la política fiscal. El mayor riesgo para las finanzas públicas sigue siendo el de un retraso en la solución a la crisis sanitaria que dé lugar a efectos más pronunciados y persistentes sobre la actividad económica. A medio plazo, una vez superados los efectos de la crisis, es necesario un proceso de consolidación creíble y sostenido.

1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP



2 PREVISIONES DE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICOS (b) (c)



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

a Datos acumulados de cuatro trimestres.

b Las estimaciones de deuda y déficits públicos para 2020 y 2021-2023 no incluyen la asunción por la Administración Pública de la deuda de la SAREB, hecho conocido con posterioridad a la elaboración de las previsiones.

c Escenarios macroeconómicos de las proyecciones del Banco de España publicadas el 23 de marzo de 2021. Los cuadrados de 2020 corresponden al dato publicado por la IGAE seis días después.

tributaria derivado de las nuevas medidas de ingresos ya presupuestadas para 2021. Por otro lado, la progresiva desaparición del grueso de las medidas aprobadas en 2020 supondría un crecimiento de los gastos mucho más moderado.

En conjunto, el saldo de las AAPP en 2021 podría situarse entre el -6,8% y el -9,1% del PIB, en función de que el escenario macroeconómico se aproxime al escenario central o al severo considerados en marzo por el Banco de España (véase gráfico 1.8.2). La corrección del desequilibrio de las finanzas públicas continuaría en 2022 y 2023 gracias a la mejora cíclica esperada, pese a lo cual el déficit se situaría todavía este último año, en cualquiera de los escenarios, por encima del 3% del PIB. La deuda pública se mantendrá en niveles muy elevados en cualquiera de los escenarios considerados.

La respuesta que las autoridades europeas han dado a la crisis constituirá uno de los principales factores dinamizadores de la actividad en el corto y medio plazo. En el ámbito monetario, las medidas adoptadas por el BCE han

contribuido a evitar tensiones en los mercados de deuda soberana, propiciando unas condiciones de financiación muy favorables. En el ámbito fiscal, la puesta en funcionamiento del NGEU, que podría financiar proyectos de inversión por hasta 140 mm de euros en España en los próximos seis años, permitirá que la política fiscal de nuestro país mantenga un tono expansivo.

Con posterioridad, la reconducción de las finanzas públicas en España requerirá de un esfuerzo considerable. Las autoridades deberían diseñar sin más demora un programa creíble y suficiente de consolidación de las finanzas públicas a lo largo de un período dilatado de tiempo, que comience a implementarse tras la salida de la crisis sanitaria y económica. Ello es necesario para limitar las vulnerabilidades que emanan desde las AAPP al resto de sectores de la economía y favorecer el crecimiento a largo plazo.

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

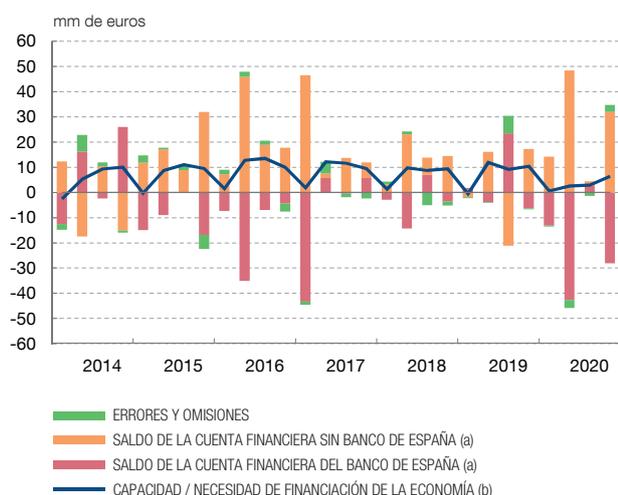
En el segundo semestre de 2020, las adquisiciones de activos exteriores por parte de los residentes se moderaron muy significativamente con respecto a la primera mitad de año, al tiempo que los agentes no residentes desinvertieron en la economía española. Todo ello resultó en una reducción del superávit de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la economía española a la mitad (33,6 mm, frente a los 62,5 mm en el primer semestre de 2020), excluyendo el Banco de España (véase gráfico 1.9.1). Por el lado de los activos, esta diferente evolución entre el primer y segundo semestre del año se explicaría fundamentalmente por las desinversiones en la rúbrica de *otra inversión* por valor de 47,1 mm (frente a las inversiones de 62,3 mm en la primera mitad de año), en concreto, en depósitos a corto plazo de las instituciones financieras monetarias. Por el lado de los pasivos, destacaron las desinversiones en valores de deuda de las Administraciones Públicas a largo plazo (23,6 mm) y en depósitos a corto plazo en instituciones financieras monetarias (25,7 mm). Por su parte, la cuenta financiera del Banco de España volvió a presentar un signo deudor, si bien de menor cuantía en el segundo semestre de 2020 que en el primero, vinculado a las compras de activos del Eurosistema (los programas APP y PEPP, por sus siglas en inglés). Esto se reflejó en un abultado incremento del saldo TARGET deudor a lo largo de 2020, por valor de 108 mm de euros.

La posición de inversión internacional (PII) deudora neta de la economía española se ha incrementado ligeramente en 2020 (19,6 mm de euros), mientras que la deuda externa bruta ha aumentado de forma notable. En 2020, la PII deudora neta aumentó en 10 pp de PIB, hasta el 84,4 %, como resultado no solo del incremento del numerador, sino especialmente por la caída del denominador (véase gráfico 1.9.2). La deuda externa bruta de la nación se elevó durante el mismo período en unos 115,2 mm de euros, condicionada por el aumento de los flujos de

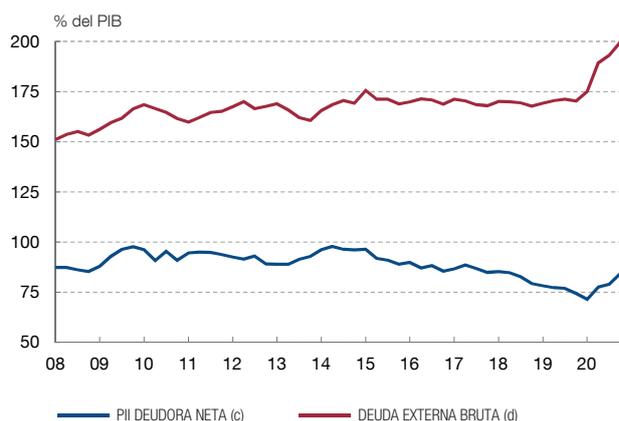
DURANTE LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES, SE HA ELEVADO EL PESO EN RELACIÓN AL PIB DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DEUDORA NETA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA, ALCANZANDO PARA ESTA ÚLTIMA MÁXIMOS HISTÓRICOS

En la segunda mitad de 2020, el superávit de la cuenta financiera de la economía española, excluido el Banco de España, se moderó con respecto al primer semestre del año. Esto fue debido a que las adquisiciones de activos exteriores por parte de los sectores residentes fueron muy inferiores a las de la primera mitad. La posición de inversión internacional (PII) deudora neta se incrementó, en términos de PIB, debido principalmente a la caída del producto. Por su parte, la deuda externa bruta de la nación se incrementó en 2020 en términos de PIB, hasta máximos históricos, como resultado de la caída del producto, pero también por el aumento de los flujos de pasivo con el exterior, en concreto, del Banco de España y de las AA.PP., y por los efectos valoración.

1 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA Y TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR



2 PII DEUDORA NETA Y DEUDA EXTERNA BRUTA



FUENTE: Banco de España.

a Variación neta de activos menos variación neta de pasivos.

b Un valor positivo (negativo) de esta serie indica una posición acreedora (deudora).

c La PII deudora neta es la diferencia entre el valor de los pasivos exteriores de los sectores residentes y el de los activos frente al resto del mundo.

d 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).

pasivo exteriores del Banco de España y, en menor medida, de las AAPP, y por el aumento de valor de mercado de estos instrumentos. En términos de PIB, se situó en el 199,7 %, 29,3 pp más que al cierre de 2019 y máximo histórico. Las favorables condiciones financieras actuales facilitan la financiación del endeudamiento externo de nuestra economía, pero su elevado nivel supone un elemento de vulnerabilidad frente a eventuales endurecimientos de las condiciones de los mercados financieros internacionales. Si bien, la composición de la deuda, con un peso elevado del sector público y plazos medios de amortización dilatados, contribuye a mitigar en cierta medida estos riesgos, el alto nivel de la misma puede aumentar el impacto de los riesgos para la estabilidad financiera considerados en este IEF.

