

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

Aunque con cierta heterogeneidad por áreas geográficas, los avances en la vacunación a escala global están permitiendo que se reduzcan las restricciones a la actividad, lo que se ha traducido en una recuperación económica bastante generalizada. Esto también se está reflejando en una reducción de la incertidumbre, en unas favorables perspectivas macroeconómicas a medio y a largo plazo, y en una mejoría de la situación patrimonial de los sectores no financieros. Sin embargo, algunos segmentos siguen presentando una vulnerabilidad financiera mayor que la de antes de la crisis del Covid-19, al tiempo que persisten riesgos vinculados con una evolución adversa de la pandemia, con las disrupciones recientes en las cadenas globales de producción y con un repunte más intenso y persistente de la inflación de lo esperado, lo que podría llevar a una retirada de los estímulos monetarios más rápida de lo que anticipan los mercados financieros. La materialización de estos riesgos podría desencadenar correcciones abruptas de los precios de los activos en los mercados internacionales, e impactaría de forma adversa sobre el crecimiento económico y el riesgo de crédito de los intermediarios financieros. En el mercado inmobiliario español también se ha observado un mayor dinamismo de la demanda y de los precios, pero los riesgos para la estabilidad financiera estarían contenidos de momento.

1.1 Entorno macroeconómico

1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

La actividad económica mundial ha continuado recuperándose en 2021, si bien su ritmo de expansión se ha moderado en los últimos meses. En un contexto de propagación de la variante Delta del COVID-19, la evolución de la actividad en economías avanzadas y emergentes ha tendido a divergir (véase gráfico 1.1.1) debido en buena parte a la heterogeneidad en los niveles de vacunación alcanzados y al distinto apoyo de las políticas económicas¹. Además, la aparición de cuellos de botella en las cadenas de suministro global, propiciados, entre otros factores, por la rápida recuperación de la demanda en países avanzados y el encarecimiento de las materias primas y del transporte, está afectando a la producción, especialmente del sector manufacturero² (véase gráfico 1.1.2).

¹ Véase «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

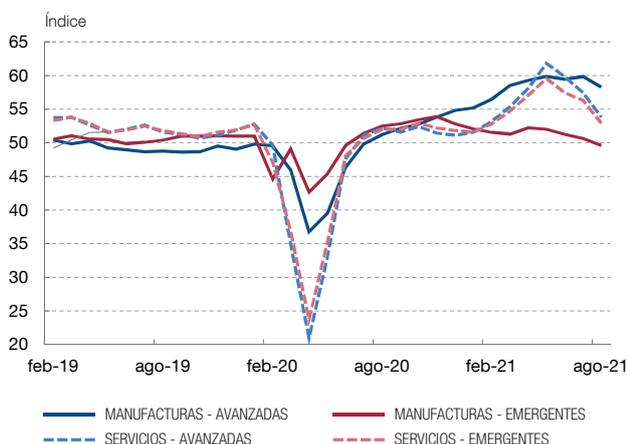
² Véase I. Kataryniuk, A. del Río y C. Sánchez Carretero (2021), “Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro”, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

Gráfico 1.1

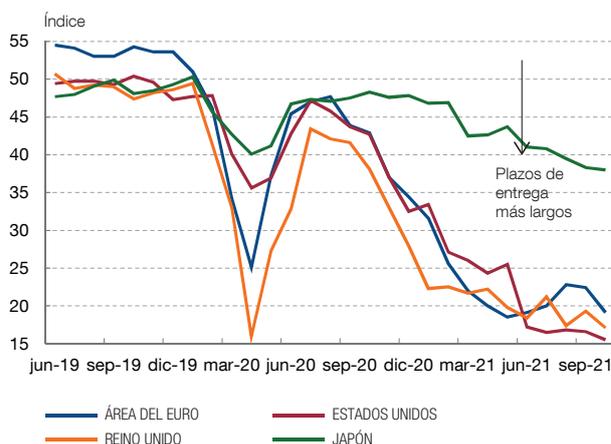
LA ECONOMÍA MUNDIAL PROSIGUE SU RECUPERACIÓN EN 2021 PERO CON RIESGOS A LA BAJA DERIVADOS DE LA INCERTIDUMBRE SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA, LA PERSISTENCIA DE CUELLOS DE BOTELLA Y UN POSIBLE ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS

La relajación de las restricciones a la movilidad ha permitido que la recuperación económica se consolide a lo largo de 2021, si bien con perspectivas divergentes entre economías avanzadas y emergentes a causa de la heterogeneidad en los ritmos de vacunación y en los grados de apoyo de las políticas económicas. Por su parte, las tasas de inflación globales han aumentado en los últimos meses, en principio por factores transitorios.

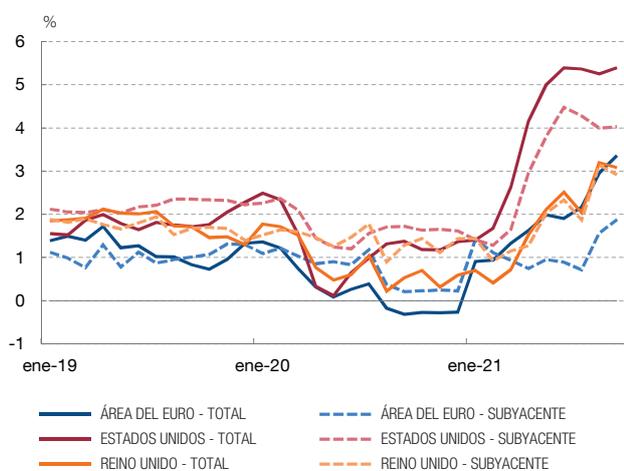
1 PMI EN ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES



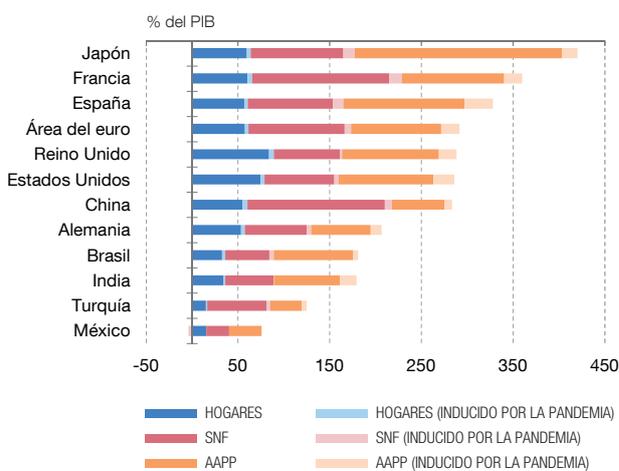
2 PMI MANUFACTURAS: RAPIDEZ DEL PLAZO DE ENTREGA DE PROVEEDORES



3 INFLACIÓN EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS



4 DEUDA DE SECTORES INSTITUCIONALES (a)



FUENTES: IHS Markit, Estadísticas nacionales, Institute of International Finance Global Debt Monitor.

a Se muestran los niveles de deuda en el cuarto trimestre de 2019 en colores sólidos y el cambio entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2021 en colores translúcidos.

La recuperación de la actividad ha venido acompañada a nivel global por considerables aumentos en las tasas de inflación (véase gráfico 1.1.3). Estos repuntes tienen su origen en diversos factores idiosincrásicos y de naturaleza, en principio, transitoria. Entre estos factores se encuentran: efectos base derivados de las fuertes caídas de los precios de algunos servicios registradas en el pico de la

pandemia; el encarecimiento de los precios de la energía y de las materias primas desde los niveles anormalmente bajos alcanzados en el verano de 2020; y, en el tercer trimestre de 2021, el citado impacto de las interrupciones en las cadenas de valor globales sobre los precios industriales, y su eventual traslación a los precios de consumo. En algunas áreas, el grado de expansión de la política fiscal para agilizar la recuperación también puede estar jugando un papel en este sentido.

Las actuales perspectivas a medio plazo de consolidación de la recuperación de la economía mundial y retorno a tasas de inflación moderadas están sujetas a importantes elementos de incertidumbre.

La resolución progresiva de la crisis sanitaria a nivel global, premisa en la que se basan las perspectivas de continua mejora de la actividad, no está garantizada. Entre los principales riesgos se encuentra la lentitud de la vacunación fuera de las principales economías avanzadas y la posibilidad de la expansión de nuevas variantes del virus más resistentes e infecciosas. Asimismo, es posible que los desajustes que se están produciendo a nivel sectorial entre una demanda pujante y una oferta más lenta en responder a la recuperación por la aparición de cuellos de botella, causantes de los recientes repuntes de algunos precios, resulten más persistentes de lo esperado a pesar de la prevalencia de brechas de producción (*output gap*) negativas. Esto podría dar lugar a efectos de segunda ronda y a tensiones inflacionistas subyacentes como consecuencia del desanclaje de las expectativas de inflación, sobre todo en economías que cuenten con un bajo nivel de credibilidad de la política monetaria.

A pesar de las favorables expectativas para la demanda interna, sobre todo en las economías avanzadas, la recuperación sigue dependiendo de la adecuada calibración de los impulsos de las políticas monetarias y fiscales.

Retiradas prematuras de dichos apoyos podrían tener consecuencias muy adversas. Así, una normalización de la política monetaria más rápida e intensa de la prevista, en particular en Estados Unidos, podría dar lugar a correcciones bruscas de los precios de los activos. Estas correcciones traerían consigo efectos adversos sobre las condiciones financieras globales y la actividad en un contexto de elevada vulnerabilidad por el significativo aumento del endeudamiento público y privado en numerosos países (véase gráfico 1.1.4). Del mismo modo, una retirada precoz de los estímulos fiscales en otras áreas, por eventuales presiones políticas o de los mercados, podría conducir a una revaluación de las expectativas de capacidad de repago de los agentes privados más endeudados, en particular las empresas no financieras. Las recientes dificultades de liquidez y posible insolvencia de la principal inmobiliaria de China, Evergrande, que había recurrido de forma intensa a la financiación externa a lo largo de los últimos 5 años, ejemplificaría el tipo de riesgos que genera el mencionado aumento del endeudamiento. En el hipotético caso de que estos problemas se extendiesen al resto del sector inmobiliario o al sistema financiero chino, tendrían consecuencias severas para el crecimiento en China, con efectos contagio para el resto del mundo.

En cuanto a las economías emergentes, se ha producido un cierto endurecimiento de las condiciones financieras, que –no obstante– continúan siendo globalmente favorables. El aumento de la inflación ha propiciado el inicio de un ciclo de subidas de tipos de interés oficiales en numerosos países de América Latina³ y Europa del Este, para evitar posibles efectos de segunda ronda y un desanclaje de las expectativas de inflación (véase gráfico 1.2.1). Además, en las economías con mayores vulnerabilidades fiscales, o en aquellas que registraron episodios de tensiones sociales y políticas, se ha observado un aumento de los tipos de interés a largo plazo en moneda local, una depreciación de las divisas frente al dólar y un incremento de los diferenciales de rentabilidad de la deuda externa soberana. Asimismo, la retirada total o parcial de los planes de apoyo al crédito en la mayoría de estas economías ha propiciado una acusada desaceleración del crédito bancario, con posibles efectos adversos sobre la actividad de estos países materiales para el sistema bancario español (véase gráfico 1.2.2).

Un posible deterioro de las perspectivas de crecimiento ante una evolución desfavorable de la situación sanitaria podría afectar negativamente a los mercados financieros de estas economías y llegar a tensionar sus condiciones financieras al contar con un menor margen de políticas económicas. También se podrían ver particularmente afectadas si se produjera un endurecimiento del tono de las políticas monetarias en las economías avanzadas mayor del esperado, o si las políticas monetarias nacionales tuvieran que hacer frente a tensiones inflacionistas o cambiarias persistentes. En este sentido, y referente a los principales países emergentes con exposición de los bancos españoles, se puede destacar:

En **México**, la economía prosiguió su recuperación durante el primer semestre de 2021. Sin embargo, se mantiene una fuerte heterogeneidad entre la evolución de los servicios, apoyados en el avance del proceso de vacunación, y el sector manufacturero, afectado por los problemas en las cadenas globales de suministros. La economía mexicana está expuesta a riesgos similares a los de otras economías emergentes, si bien se encuentra más vinculada a la marcha de la economía estadounidense y, en el lado positivo, cuenta con colchones frente a turbulencias como la línea swap con la Reserva Federal y la línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, la incertidumbre política en el ámbito interno y externo podría afectar negativamente a la inversión, que ha sido muy poco dinámica en los últimos años⁴.

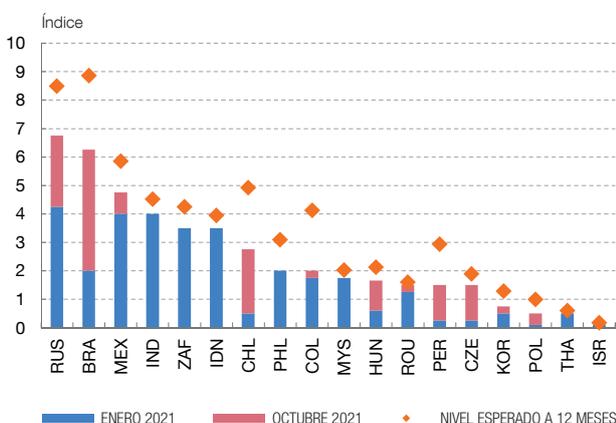
3 Véase el «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2021. Perspectivas, vulnerabilidades y espacio de las políticas».

4 Un ejemplo de tensiones externas en el caso de México es la aplicación de las reglas del tratado comercial entre Canadá, México y Estados Unidos (USMCA en sus siglas en inglés), que fueron redactadas de manera ambigua y dejan espacio a diferentes interpretaciones. En los últimos meses se han apreciado divergencias entre Estados Unidos y los otros miembros del tratado, que podrían afectar particularmente al sector automotriz mexicano.

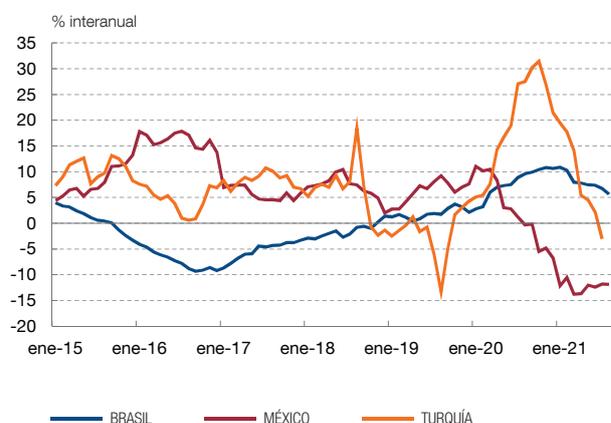
LAS MAYORES EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PRESIONAN AL ALZA LOS TIPOS DE INTERÉS EN EL CONJUNTO DE ECONOMÍAS EMERGENTES, MIENTRAS EL CRÉDITO PIERDE DINAMISMO

Los bancos centrales de las economías emergentes han comenzado a endurecer sus políticas monetarias, y se espera que continúen haciéndolo los próximos doce meses, al tiempo que el crecimiento del crédito se modera ante la retirada total o parcial de los planes de apoyo públicos al mismo en la mayoría de estas economías.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



2 TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



FUENTES: Refinitiv y Estadísticas nacionales.

En **Brasil** el crecimiento del PIB se estancó en el segundo trimestre del año, tras sorprender al alza en el primero. El país sigue acumulando desequilibrios en el terreno fiscal, con una deuda pública que se sitúa cerca del 90 % del PIB y que está financiada en gran parte a tipos de interés ligados a la inflación o al tipo de interés oficial, variables que comparten una tendencia alcista muy acusada. Además, dicha deuda es adquirida en su mayor parte por bancos nacionales o sus fondos de inversión, lo cual eleva el riesgo del nexo soberano-bancario. En este contexto, el ajuste fiscal previsto está sujeto a importantes incertidumbres. Y, además, las tensiones políticas han aumentado significativamente, y no se espera que amainen en el corto plazo dadas las elecciones presidenciales del próximo año. De hecho, los mercados financieros de Brasil han venido mostrando un peor comportamiento relativo, que retroalimenta las vulnerabilidades fiscales.

En **Turquía**, en la primera mitad de 2021, la economía siguió mostrando un significativo dinamismo y desequilibrios reseñables que, no obstante, se han ido moderando con la retirada gradual de algunas medidas de estímulo, como las de impulso al crédito. De este modo, el crédito bancario se ha desacelerado de forma notable, con la excepción del destinado al consumo, que ha mantenido un fuerte ritmo de avance. Asimismo, el déficit por cuenta corriente ha disminuido, aunque sigue siendo significativo. La inflación, sin embargo, ha repuntado hasta situarse en el 19,6 % interanual en septiembre. En un contexto de cuantiosas necesidades de financiación exterior y de muy bajas reservas internacionales, el riesgo más

importante al que se enfrenta la economía turca es el de una pérdida de confianza en los mercados financieros. Esta podría provenir de reducciones de los tipos de interés oficiales, como ya ha sucedido en septiembre y octubre, que prueben ser prematuras o de mayor magnitud que la descontada por los inversores.

1.1.2 España

Las proyecciones centrales para la economía española prevén, para el corto plazo, una continuación de la recuperación, favorecida por el progreso en la campaña de vacunación, el consiguiente levantamiento de las medidas de contención de la pandemia y el respaldo de las políticas económicas. Ello permitirá la recuperación del nivel de actividad anterior a la crisis sanitaria durante el horizonte contemplado en las proyecciones más recientes del Banco de España, que abarca hasta 2023⁵ (véase gráfico 1.3.1). La actividad mostraría avances mayores en la primera mitad del período de proyección, impulsada por la mejora epidemiológica y por la ejecución de los proyectos encuadrados en el programa NGEU.

La incertidumbre sobre la senda de crecimiento de la economía española se ha reducido, en consonancia con la mejora reciente de la situación sanitaria y económica. Los favorables desarrollos epidemiológicos y económicos recientes en nuestro país han permitido una reducción de la incertidumbre en torno al crecimiento económico esperado a corto y medio plazo, en sintonía con el comportamiento observado en otras economías avanzadas (véase gráfico 1.3.2).

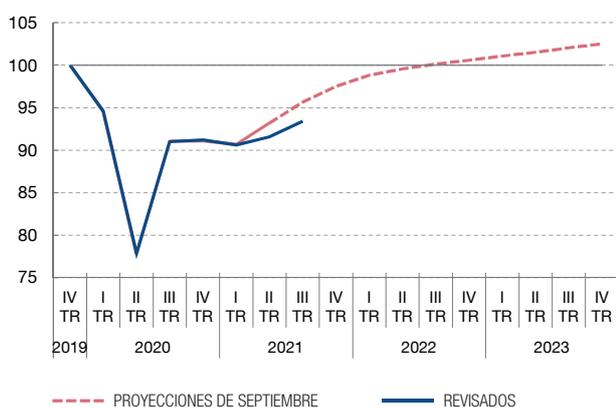
Sin embargo, la evolución de la economía española se ve condicionada por diversos factores, que incluyen la posibilidad de una mayor persistencia de las disrupciones en las cadenas globales de valor y del repunte inflacionista. En primer lugar, si los problemas de suministro observados recientemente en las cadenas globales de producción acaban lastrando la actividad económica mundial de una forma intensa y persistente, ello afectaría también de forma más duradera a algunas ramas industriales en nuestro país. Otro riesgo a la baja sobre la actividad, que ha ganado intensidad recientemente, es la posibilidad de que el encarecimiento de las materias primas y algunos bienes intermedios tenga una naturaleza menos pasajera de lo que se supone en la actualidad, con la consiguiente compresión de las rentas de los hogares y empresas en términos reales. Esa mayor persistencia podría dar lugar a una traslación de las subidas de costes a los precios finales y las demandas salariales, dando lugar a un repunte de la inflación de una naturaleza más intensa y duradera que la anticipada en este momento.

5 Véase el recuadro 1 del Informe Trimestral de la Economía Española de septiembre de 2021, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2023)».

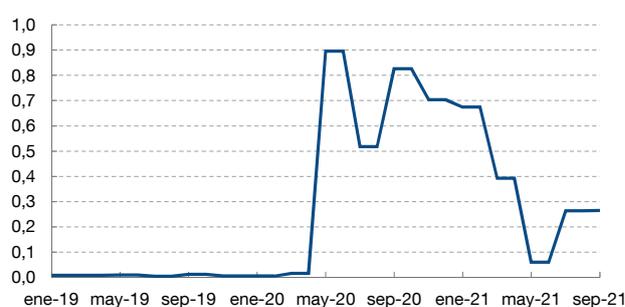
LAS PROYECCIONES CENTRALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA PREVÉN UN ELEVADO DINAMISMO A CORTO PLAZO, PERO PERSISTEN ALGUNOS RIESGOS ECONÓMICOS Y SANITARIOS

Las proyecciones para la economía española consideran un elevado dinamismo de la actividad en 2021 y 2022, apoyado en la normalización de las relaciones económicas y el mantenimiento del apoyo de la política económica. El nivel de actividad previo a la crisis del COVID-19 se recuperaría durante el horizonte de previsión, que abarca hasta 2023. Los riesgos a la baja más relevantes incluyen el potencial efecto negativo de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y un repunte de la inflación más persistente de lo anticipado actualmente. Persiste además cierta incertidumbre, aunque reducida en relación a trimestres previos, sobre la evolución sanitaria, que afecta especialmente a ciertos sectores (p. ej., hostelería y restauración).

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



2 INDICADOR DE DESACUERDO SOBRE LAS PREVISIONES DE PIB DE EXPERTOS PARA 2021 Y 2022 (b)



FUENTES: INE y Banco de España.

- a Se representan las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de septiembre de 2021, cuya fecha de cierre fue el 14 de septiembre y que recogen la información disponible a esa fecha, y en concreto el dato de avance del PIB del segundo trimestre de 2021. Con posterioridad a esa fecha, el INE ha publicado nueva información que incluye la revisión de ese trimestre y anteriores y el dato de avance del tercer trimestre de este año.
- b Véase C. Ghirelli *et al.* (2021), «Measuring economic and economic policy uncertainty and their macroeconomic effects: the case of Spain», *Empirical Economics*. Un descenso de este indicador, construido sobre la base de la desviación típica de las previsiones de expertos sobre la evolución del PIB para los años 2021 y 2022, refleja una mayor certidumbre sobre el comportamiento de esta magnitud macroeconómica en ese periodo.

Persisten también ciertos riesgos a la baja relacionados con la evolución de la pandemia y su incidencia en la actividad económica. Estos riesgos a la baja se relacionan con la propagación de nuevas variantes del COVID-19 que sean más resistentes a las vacunas, lo que podría conducir a la reinstauración de restricciones a la movilidad, o los riesgos asociados con efectos más persistentes de la crisis sobre el tejido empresarial y el empleo. En contraposición, si la mejora de la situación sanitaria se consolida más rápido de lo previsto, el crecimiento económico también podría acelerarse, principalmente, por una liberación más pronunciada por parte de los hogares de la bolsa de ahorro generada durante la pandemia o por una reactivación anticipada del gasto de los turistas extranjeros.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

Los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas han tendido a revalorizarse durante los últimos meses. Esta evolución se ha visto apoyada

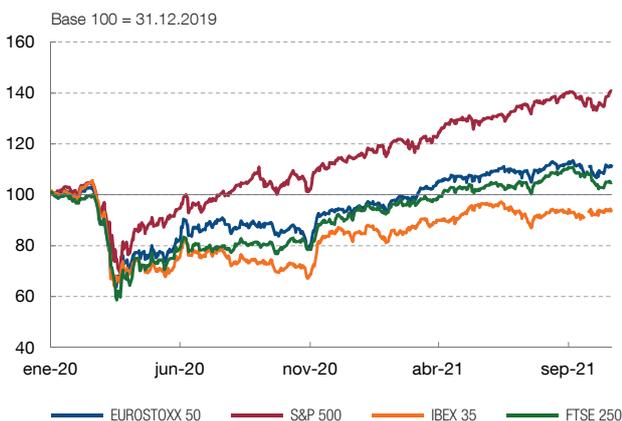
por el avance de la campaña de vacunación, el mantenimiento del tono acomodaticio de las políticas monetarias y unos resultados corporativos mejores de lo que habían anticipado los mercados. No obstante, se han observado también algunos episodios de corrección de las valoraciones vinculados principalmente a los temores del impacto sobre el crecimiento económico de la propagación de la variante Delta del COVID-19, al temor a un efecto contagio de la crisis de la inmobiliaria china Evergrande, y a la preocupación de los inversores de que las presiones inflacionistas puedan llevar a una retirada de los estímulos monetarios antes de lo proyectado. El S&P 500 ha alcanzado nuevos máximos históricos, acumulando, en la fecha de cierre de este informe, una ganancia del 8,7 % con respecto a los niveles de finales de abril. En el mismo periodo, el EURO STOXX 50 se revalorizó un 5,4 %, mientras que el IBEX-35 ha avanzado en menor medida (1,0 %), afectado por el impacto negativo del avance de la pandemia en España durante el verano en los sectores más expuestos, como el ocio y el turismo (véase gráfico 1.4.1).

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia cayeron entre abril y finales de agosto y han repuntado desde entonces, al tiempo que las primas de riesgo soberanas y corporativas se han mantenido en niveles reducidos. El aumento durante los últimos meses de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo está vinculado con el incremento de los riesgos al alza sobre la inflación futura a medio plazo percibidos por los mercados financieros. Tras estos movimientos, las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia se sitúan en niveles próximos o incluso superiores (en el caso de las referencias británica y alemana) a los observados durante la pasada primavera y muy por encima de los registros de principios de año (véase gráfico 1.4.2). Las estimaciones disponibles también señalan un incremento durante los últimos meses de las primas a plazo, si bien éstas se mantendrían actualmente muy por debajo de sus medias históricas (véase gráfico 1.4.3). Por su parte, desde agosto los tipos de interés reales a largo plazo se han incrementado menos que los nominales (EEUU), o incluso se han seguido reduciendo en algunas áreas (UEM), de modo que se sitúan en cotas muy negativas (próximas a sus mínimos históricos). Este nivel tan reducido de los tipos de interés reales libres de riesgo a largo plazo estaría vinculado con diversos factores estructurales (factores demográficos, bajo crecimiento de la productividad, aumento de la desigualdad, alta demanda de activos seguros, etc.) y también con otros de naturaleza más coyuntural como, en particular, los programas de compras de activos de los bancos centrales. Este mismo factor ha seguido contribuyendo a que las primas de riesgo soberano en la UEM y las de los bonos de sociedades no financieras se hayan mantenido en niveles reducidos (véase gráfico 1.4.4). Estas últimas, excepto en el segmento de alto rendimiento de la UEM, incluso han descendido durante los últimos meses, situándose actualmente por debajo de su media histórica. Este movimiento podría responder a la menor preocupación de los mercados por los riesgos de crédito de las empresas no financieras, que sería consistente con la evolución más favorable de los impagos y con el balance

LOS ÍNDICES BURSÁTILES SE HAN REVALORIZADO, LAS RENTABILIDADES DE LA DEUDA SOBERANA HAN REPUNTADO DESDE AGOSTO Y LAS PRIMAS DE RIESGO SOBERANAS Y CORPORATIVAS SE HAN MANTENIDO EN NIVELES REDUCIDOS

Los buenos resultados corporativos y el tono acomodaticio de las políticas monetarias han apoyado la revalorización de los índices bursátiles en los mercados internacionales, si bien estos también se han visto afectados por correcciones puntuales. Las rentabilidades de los bonos soberanos a largo plazo descendieron entre abril y agosto y han repuntado desde entonces condicionadas por el aumento de los riesgos al alza sobre la inflación futura a medio plazo percibidos por los mercados financieros. Tras estos movimientos, estas rentabilidades se sitúan en niveles muy superiores a los de principios de año. A pesar de esta evolución, las primas a plazo y los tipos de interés reales a largo plazo se sitúan en niveles muy bajos desde una perspectiva histórica. Por su parte, las primas de riesgo soberanas en la UEM y las de los bonos de sociedades no financieras también se mantienen en cotas reducidas, apoyadas en el mantenimiento de unas holgadas condiciones monetarias y en una menor preocupación por los riesgos de crédito.

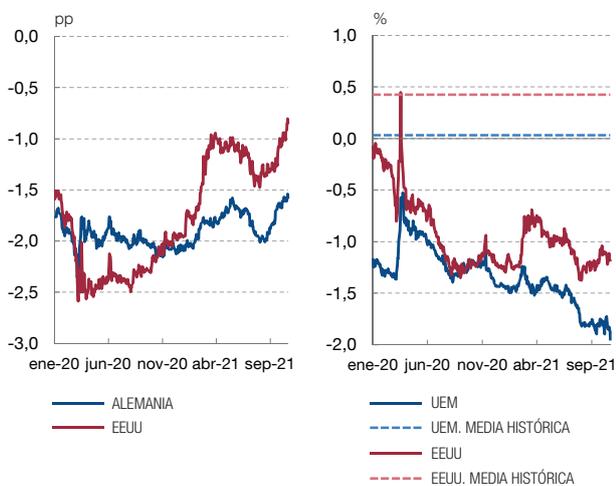
1 ÍNDICES DE BOLSA



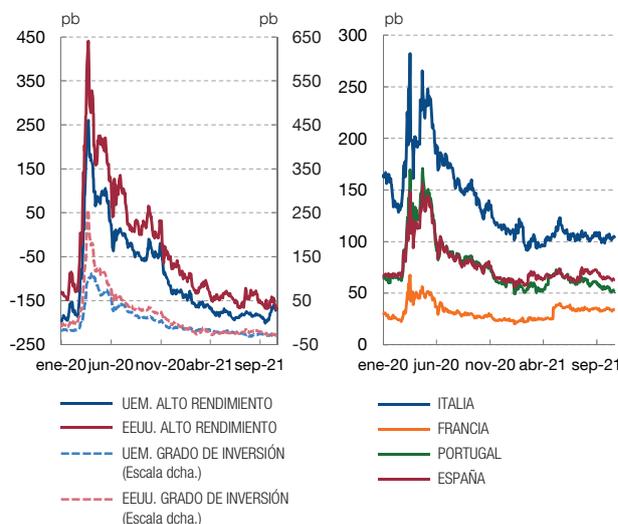
2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A 10 AÑOS



3 DESVIACIÓN RESPECTO A SU MEDIA HISTÓRICA DE LA PRIMA DE RIESGO DE PLAZO EN EL TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS (IZQ.) Y TIPO DE INTERÉS REAL A 10 AÑOS (DCHA.) (b)



4 DESVIACIONES CON RESPECTO A SU MEDIA HISTÓRICA DE LOS DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP (IZQ.) Y DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA (DCHA.)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Las primas de riesgo por plazo se obtienen de una descomposición de los tipos de interés a 10 años en primas de riesgo por plazo y expectativas de evolución del tipo de interés de corto plazo. Las expectativas se obtienen prediciendo la evolución futura del tipo de interés instantáneo de corto plazo usando un modelo ARFIMA sobre cada uno de los componentes de la curva de tipos de interés (nivel de largo plazo, pendiente, y curvatura) estimado diariamente. Una vez obtenidas las expectativas de evolución de los tipos de corto plazo, la prima se obtiene como resto entre los tipos a 10 años y las expectativas de los tipos de corto. Las medias históricas de las primas por plazo se calculan entre 2003 y 2021.
- b La media histórica del tipo de interés real a 10 años en la UEM y EEUU está calculada entre 2004 y 2021. Hasta julio de 2008 en la UEM y junio de 2007 en EEUU se utilizan los datos de los bonos indicados de Francia y EEUU. A partir de esas fechas, los tipos de interés reales se calculan en la UEM como la diferencia entre *overnight indexed swap* a 10 años y la compensación por inflación al mismo plazo y en EEUU como la diferencia entre el bono público a 10 años y la compensación por inflación al mismo plazo.
- c 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 2021.

positivo entre las revisiones al alza y a la baja de las calificaciones crediticias durante los últimos meses. No obstante, en torno a un tercio del saldo vivo de las emisiones de deuda en la UEM con calificación BBB continúa con una perspectiva negativa en sus calificaciones. El Recuadro 1.1 profundiza en el análisis de los factores determinantes de los tipos de interés a largo plazo de la deuda soberana en Europa y Estados Unidos.

Una eventual retirada de los estímulos monetarios de los bancos centrales más rápida de lo esperado por los mercados podría elevar en mayor medida los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo y desencadenar correcciones en los precios de los activos. Este escenario podría materializarse, por ejemplo, si el aumento observado de la inflación en las economías avanzadas resultara ser más persistente de lo que se anticipa. El posible incremento de las rentabilidades podría trasladarse con más intensidad a los bonos corporativos, ya que presentan primas de riesgo anormalmente bajas de acuerdo a su relación histórica con sus determinantes habituales, el valor de la empresa y la incertidumbre en torno a éste, el apalancamiento y la aversión al riesgo (véase gráfico 1.5.1), algo que parece estar relacionado con la persistencia de una condiciones monetarias muy holgadas⁶. En los mercados bursátiles, aunque las primas de riesgo no parecen haberse visto tan influidas por las políticas monetarias expansivas y se situarían actualmente por encima de su media histórica, estos desarrollos también podrían propiciar una caída de los precios de las acciones. De hecho, su elevado nivel actual, en comparación con los beneficios de las empresas, parece responder en gran medida a los reducidos tipos de interés reales a largo plazo (véase gráfico 1.5.2). En todo caso, el impacto de un aumento de los tipos de interés a largo plazo sobre el precio de los activos con riesgo se vería probablemente amortiguado si este movimiento viene acompañado de una mejoría de las perspectivas macroeconómicas, dado el efecto beneficioso que ello tendría sobre la situación económica y financiera de los emisores de estos activos.

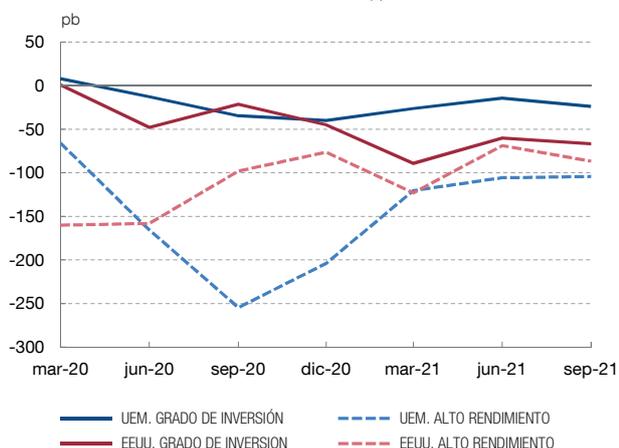
Bajo este escenario de corrección hipotética, se produciría también un endurecimiento de las condiciones de financiación con posibles implicaciones adversas sobre el riesgo de crédito. Por una parte, esta perturbación podría deprimir el gasto de los agentes económicos afectando negativamente al crecimiento económico. Por otra, en ese escenario, la carga financiera de los agentes endeudados tendería a aumentar, si bien la rapidez e intensidad con la que se produciría este efecto dependería de la estructura de sus pasivos y de la evolución de los tipos de interés en los distintos plazos.

6 Para más detalles, véase el recuadro 1.1 del *Informe de Estabilidad Financiera de primavera de 2021* y Gálvez, J. M., e I. Roibás (2021), «Asset price misalignments in financial markets: an empirical analysis», Documento de Trabajo, Banco de España (próxima publicación).

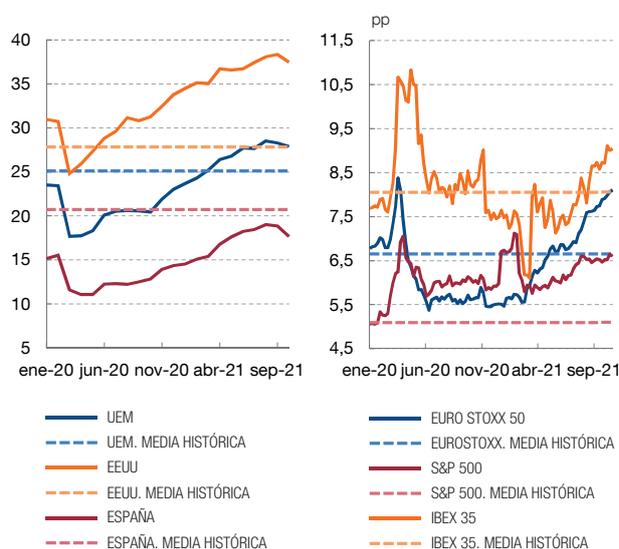
LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS CON RIESGO SE SITUAN EN NIVELES ELEVADOS EN RELACIÓN A ALGUNOS DE SUS DETERMINANTES

Las primas de riesgo de crédito corporativo se encuentran por debajo del nivel que sugiere su relación histórica con determinantes como el valor esperado de la empresa y la incertidumbre en torno a éste, el apalancamiento o la aversión al riesgo. Por su parte, los precios de las acciones en las bolsas de EEUU y la UEM se sitúan en cotas elevadas en comparación con los beneficios de las empresas cotizadas en términos ajustados al ciclo. Este hecho no parece explicarse por unas primas de riesgo bursátiles reducidas, ya que éstas se sitúan por encima de su media histórica, sino por los bajos tipos de interés reales a largo plazo.

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



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



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Se presenta la diferencia entre la prima de riesgo de crédito corporativo observada y la predicha por un modelo de valoración de bonos corporativos basado en cuatro factores: el valor esperado de las empresas, la incertidumbre alrededor de este valor, el apalancamiento del sector corporativo, y el grado de aversión al riesgo de los inversores. Para más detalles, véase Galvez, J. e I. Roibás, «Asset price misalignments: an empirical analysis», Documento de Trabajo, Banco de España (próximamente).
- b El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de 10 años de los beneficios. Las medias históricas están calculadas para el periodo 1997-2021.
- c La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas. Para más detalles, véase de Fuller, R. J. y C.C. Hsia (1984), «A simplified common stock valuation model», Financial Analysts Journal. Las medias históricas están calculadas para el periodo 2006-2021.

Un eventual deterioro de las perspectivas macroeconómicas o un aumento de la incertidumbre en torno a éstas también podrían desencadenar correcciones en los precios de los bonos corporativos y de las acciones en los mercados internacionales. Este escenario podría ocurrir, por ejemplo, si se materializan los riesgos puestos de manifiesto en el apartado anterior. Ello se traduciría en un recorte de la senda futura esperada de beneficios de las empresas, o en una mayor incertidumbre sobre dicha senda, lo que incidiría de forma adversa sobre el valor de las acciones a través de su impacto negativo sobre la remuneración de los accionistas. Los precios de los bonos corporativos se verían afectados en la medida en que esta situación eleve las primas de riesgo a través de un aumento de los riesgos de crédito percibidos o de una menor tolerancia de los inversores a éstos.

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

Las compraventas de vivienda experimentaron un fuerte repunte en los ocho primeros meses de 2021, casi del 14 % respecto al mismo periodo de 2019, en contraposición con la evolución más contenida de la oferta de viviendas. El dinamismo reciente de la demanda de vivienda estaría apoyado, además de por la mejora de la situación económica general y por las holgadas condiciones financieras, por la materialización de decisiones de inversión que se habían pospuesto con la irrupción de la pandemia y por los cambios en las preferencias de las familias que se han generado a raíz de esta perturbación (véase gráfico 1.6.1). En particular, estos cambios se vienen reflejando en una evolución comparativamente más dinámica de la demanda de vivienda unifamiliar y de nueva construcción. Sin embargo, la oferta de viviendas muestra un escaso dinamismo y, de continuar las tendencias actuales, podría ser insuficiente para absorber en los próximos años incrementos adicionales de la demanda. En todo caso, a medio plazo, la implementación del Plan de Rehabilitación de Vivienda y Regeneración Urbana, en el marco del PRTR, con una dotación de 6.820 millones de euros financiada con cargo a los fondos europeos del *Next Generation EU* (NGEU), podría impulsar la actividad residencial, tanto de rehabilitación como de obra nueva.

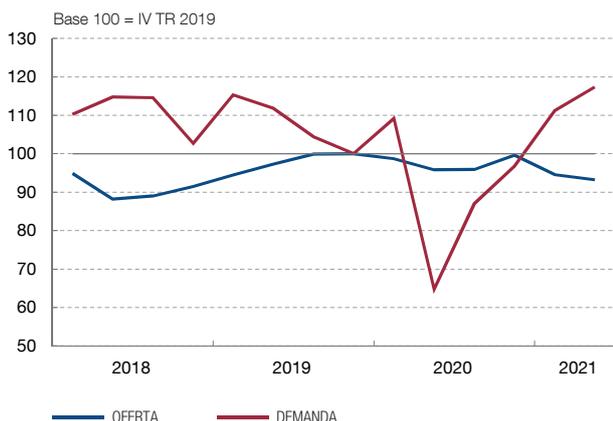
Este repunte de las compras se tradujo en una aceleración de los precios medios de la vivienda en el segundo trimestre, rompiendo así su tendencia de desaceleración desde principios de 2019. El mayor dinamismo del precio de la vivienda (véase gráfico 1.6.2), hasta registrar un aumento del 3,3 % interanual, se produjo tanto en el segmento de vivienda nueva (6 %), como, en menor medida, en el de segunda mano (2,9 %). El precio de la vivienda nueva viene registrando crecimientos más elevados en los últimos años, lo que podría estar relacionado con la mayor capacidad de adaptación de esta tipología de vivienda a las preferencias de los compradores y a la mayor escasez en la oferta de este segmento frente al de segunda mano. De cara al futuro, el reciente notable aumento en los costes de los insumos de la construcción podría, en caso de persistir, provocar presiones adicionales en el precio de la vivienda nueva. Hay que tener en cuenta, además, que el aumento de la actividad derivado de la implementación del PRTR podría provocar tensionamientos adicionales en los costes de la mano de obra y los insumos del sector de la construcción. A pesar de esta evolución reciente de los precios de la vivienda, continúan sin observarse indicios de que éstos se sitúen, en promedio, significativamente por encima del nivel de equilibrio de largo plazo (véase capítulo 3 de este Informe).

En línea con el mayor dinamismo de las compraventas de viviendas, en la primera mitad de 2021 repuntaron con intensidad las nuevas operaciones de crédito hipotecario. Concretamente, el crédito nuevo para adquisición de vivienda es alrededor de un 40 % superior al del mismo periodo de 2019. A pesar de ello, el saldo vivo de esta modalidad de financiación ha aumentado forma muy moderada,

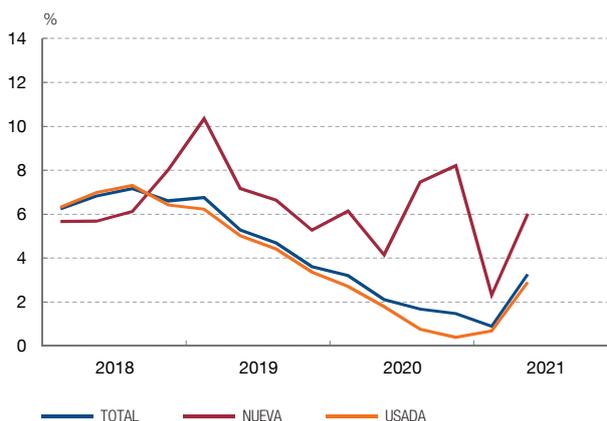
LAS COMPRAVENTAS Y LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA HAN MOSTRADO UNA NOTABLE ACELERACIÓN EN EL TRANCURSO DE 2021, AL TIEMPO QUE EL VALOR MEDIO DE LOS INMUEBLES COMERCIALES MOSTRÓ ALGUNAS SEÑALES DE RECUPERACIÓN EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

Las transacciones de vivienda han mostrado un fuerte repunte en el transcurso de 2021 respecto al mismo periodo de 2019, mientras que la oferta ha experimentado un escaso dinamismo. En línea con esta evolución, el precio medio de la vivienda se aceleró en el segundo trimestre, y lo hizo en mayor medida en el segmento de vivienda nueva. Si bien las condiciones de concesión de crédito hipotecario han permanecido generalmente estables, los diferenciales de tipos de interés de las hipotecas a tipo fijo se han reducido de forma significativa en 2021. En el mercado comercial el valor medio de los inmuebles volvió a retroceder en el primer trimestre del año, pero dio algunas señales de recuperación en el segundo.

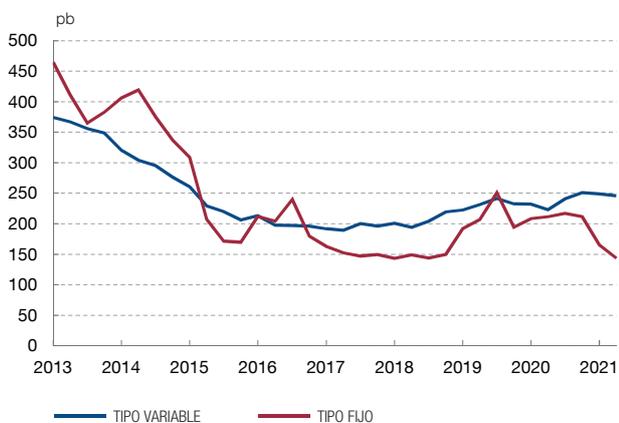
1 OFERTA Y DEMANDA DE VIVIENDA (a)



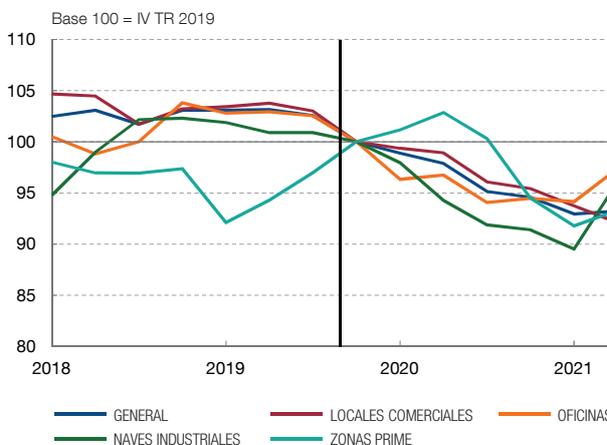
2 PRECIOS DE LA VIVIENDA
Variación interanual



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



4 ÍNDICES DE PRECIOS PARA EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (INE), Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, TINSa, Colegio de Registradores y Banco de España.

- a La oferta de vivienda comprende la nueva, aproximada con las certificaciones de fin de obra, y la de segunda mano, aproximada por la oferta neta de viviendas publicada en los principales portales inmobiliarios recopilada por TINSa. Para la demanda de vivienda se usan las compraventas publicadas por el INE.
- b Diferencial del tipo de interés de cada hipoteca nueva sobre la curva swap o IRS del euro. Cuando la hipoteca es a tipo variable, el spread se calcula sobre el tipo IRS a un año. Cuando es a tipo fijo, se selecciona el plazo equivalente al plazo de la hipoteca. El gráfico muestra la mediana de los *spreads* en los dos tipos de hipotecas. Los datos de II TR de 2021 son provisionales.
- c Para calcular estos índices, se divide cada mercado en estratos con inmuebles homogéneos. Posteriormente, se estima un precio para cada uno de estos estratos a partir de un modelo de regresión hedónico. Los índices agregan la información de los precios estimados para cada estrato. Los datos de II TR de 2021 son provisionales.

al haber crecido también las amortizaciones, posiblemente como reflejo de la utilización del ahorro acumulado por los hogares en las primeras fases de la pandemia para acelerar el repago de la deuda hipotecaria, y también por la finalización de los programas de moratorias, que implica el reinicio de los repagos de hipotecas que habían quedado en suspenso.

Este repunte de las operaciones hipotecarias parece responder fundamentalmente a factores de demanda ya que no se observan indicios de relajación de los estándares crediticios durante los últimos meses, si bien los diferenciales de tipos de interés en el segmento de las hipotecas con tipo de interés fijo se han reducido recientemente. Por ejemplo, las ratios medias de apalancamiento loan-to-price (LTP) se han mantenido relativamente estables durante los últimos meses, si bien con una ligera tendencia a la baja en el caso de las hipotecas a tipo variable, lo que sugiere criterios algo más estrictos en la concesión de este tipo de financiación. Tampoco se observa un aumento del porcentaje de operaciones con unas ratios LTP superiores al 80 %. Por su parte, los diferenciales de tipos de interés se han mantenido estables en las hipotecas a tipo variable, pero han disminuido en las de tipo fijo, alcanzándose para éstas los niveles más reducidos de los últimos años (véase gráfico 1.6.3). Esta evolución ha venido acompañada de un alargamiento de los plazos en este segmento y de un incremento de su peso relativo en las nuevas operaciones.

En los mercados inmobiliarios comerciales, los precios volvieron a retroceder durante el primer trimestre de 2021, pero han dado algunas señales de recuperación entre abril y junio. Por segmentos, en el segundo trimestre se han observado incrementos moderados de los precios de las oficinas y de los establecimientos industriales, mientras que la valoración de los locales comerciales, que supone el grueso de los inmuebles de este tipo, ha continuado cayendo (véase gráfico 1.6.4). Por su parte, el precio medio de los inmuebles ubicados en las mejores zonas (segmento prime) también repuntó entre abril y junio, tras la pauta descendente que se venía observando desde el inicio de la crisis sanitaria.

1.3 Los sectores no financieros

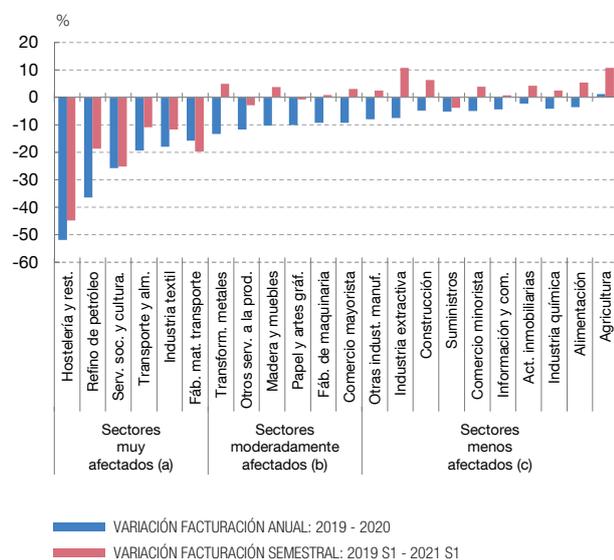
1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

La situación económica de las empresas ha evolucionado favorablemente a lo largo del primer semestre de 2021, si bien hay una destacable heterogeneidad entre sectores. Así, los ingresos empresariales se han recuperado con intensidad, de modo que en la mayoría de ramas de actividad la facturación empresarial ya ha recuperado los registros del mismo período de 2019 (véase gráfico 1.7.1). En cambio,

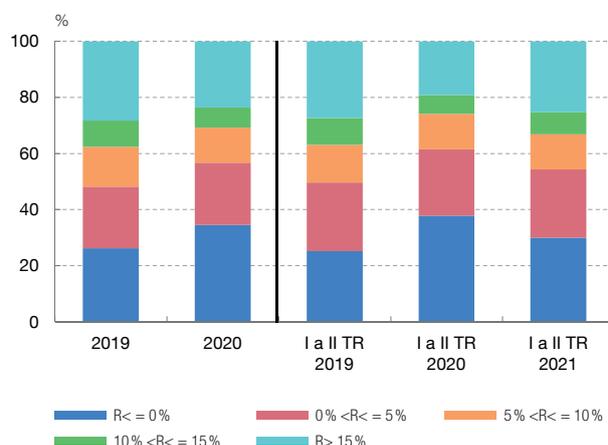
MEJORAN LAS VENTAS Y RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS, AUNQUE DE FORMA MUY HETEROGÉNEA ENTRE SECTORES

Durante el primer semestre del año, en la mayoría de las ramas de actividad la facturación empresarial ha recobrado los niveles previos a la pandemia. Sin embargo, en aquellos sectores muy afectados por la crisis sanitaria, la recuperación de la actividad está siendo más lenta y esta se sitúa todavía claramente por debajo del nivel de 2019. El aumento de los ingresos empresariales se ha traducido en una mejora de la rentabilidad, si bien todavía incompleta.

1 FACTURACIÓN EMPRESARIAL POR SECTORES
Tasa de variación con respecto al mismo período de 2019



2 PORCENTAJE DE EMPRESAS POR RANGO DE RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (d) (e)



FUENTES: Agencia Estatal de Administración Tributaria y Banco de España.

- a Los sectores muy afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 15% en 2020.
b Los sectores moderadamente afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 8%, pero menos de un 15%, en 2020.
c Los sectores poco afectados son aquellos cuya facturación ha caído menos de un 8% en 2020.
d 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.
e R = Rentabilidad ordinaria del activo neto.

en los sectores muy afectados por la crisis del Covid-19⁷ las ventas han crecido de manera más moderada, por lo que todavía se sitúan muy por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. Esta evolución más favorable de la actividad empresarial se habría traducido en una mejoría de la rentabilidad de las empresas. Así, de acuerdo con la información de la Central de Balances Trimestral (CBT), durante la primera mitad de este año el porcentaje de empresas con una rentabilidad sobre el activo⁸ negativa se ha reducido en 8 pp en relación con el mismo período de un año antes, si bien todavía es 5 pp mayor al de 2019⁹ (véase gráfico 1.7.2). Esta evolución es consistente

7 Los sectores muy afectados por la pandemia del Covid-19 son aquellos cuya facturación en 2020 con respecto al año anterior cayó en más de un 15%, en concreto: la hostelería y la restauración, la industria de refino de petróleo, los servicios sociales y culturales, el transporte y el almacenamiento, la industria textil y la fabricación de material de transporte.

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

9 Véase «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2021», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

con las microsimulaciones realizadas por el Banco de España, que prevén una recuperación gradual de los beneficios corporativos a lo largo de este año y de los dos próximos, en línea con el mayor dinamismo económico que se anticipa. No obstante, esta mejoría sería más lenta en las ramas más afectadas por la crisis sanitaria, y está sujeta a los riesgos sobre la actividad señalados en la sección 1.1¹⁰.

La recuperación de la actividad, el freno al endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos¹¹ y el alargamiento de los plazos medios de las deudas estarían contribuyendo a aliviar los riesgos de liquidez de las empresas. En efecto, las empresas presentan, en conjunto, una estructura de vencimientos de la deuda con mayor peso de los plazos de amortización más largos en comparación con los de antes de la crisis del Covid-19, en parte fruto del programa de avales del ICO. La evolución reciente de los períodos medios de pago a proveedores también apunta a un descenso de las tensiones de liquidez ya que, según la información de la CBT, estos se habrían situado en el segundo trimestre de 2021 en niveles similares a los previos a la pandemia¹².

Los riesgos relacionados con la solvencia de las empresas no financieras también se estarían reduciendo ya que la recuperación de la actividad económica ha venido acompañada de un menor avance de los niveles de deuda. Esto se ha traducido en una caída de las ratios medias de endeudamiento y de carga financiera, en este último caso impulsada también por la disminución del coste medio de la deuda viva. La evolución del volumen y calidad de la deuda bancaria, así como el recurso a medidas de apoyo como los avales del ICO ha sido heterogénea entre sectores y empresas (véase capítulo 2).

En el caso de los hogares también se ha observado una pauta de recuperación de su situación económica, según se deduce de la evolución reciente de sus rentas y del mercado de trabajo, pero observándose, de nuevo, cierta heterogeneidad dentro del sector. Concretamente, la renta bruta disponible (RBD) de los hogares creció en el primer semestre de 2021 un 1 %, pero todavía es un 3,9 % inferior a los niveles de 2019. Además, en septiembre de 2021 la afiliación efectiva¹³ a la Seguridad Social era apenas un 1,2 % inferior a los niveles pre-pandemia (gráfico 1.8.1), situándose los ocupados de la EPA, en este mismo periodo, por encima de los observados antes de la pandemia. En línea con esta evolución, en esta misma fecha los hogares esperaban o bien una mejoría de su situación económica durante

10 Véase «El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas», *Documentos Ocasionales*, n.º 2119, Banco de España.

11 Véase la «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2021», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

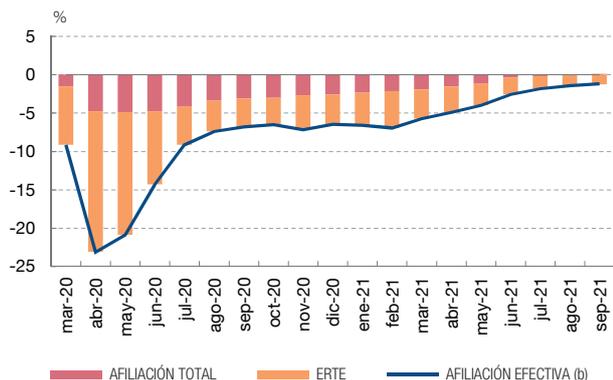
12 Véase el recuadro 1, «Evolución reciente de la financiación comercial recibida y concedida por las empresas no financieras», en «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2021», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

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

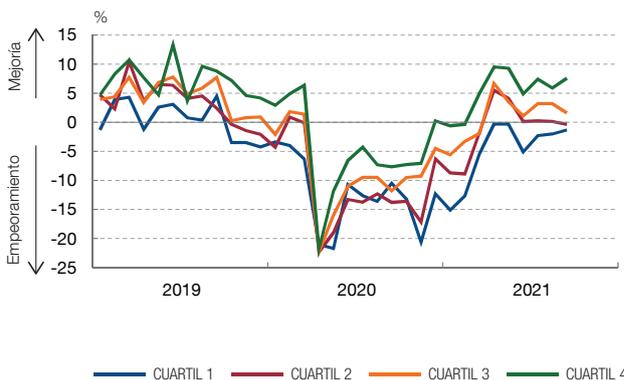
LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS HOGARES TAMBIÉN SE HA RECUPERADO EN 2021 S1, CON UNA MEJORA DE SUS RENTAS, EMPLEO Y EXPECTATIVAS, AUNQUE CON HETEROGENEIDAD POR SECTORES DE EMPLEO Y NIVEL DE RENTA, QUE TAMBIÉN CONDICIONAN SUS DECISIONES DE ENDEUDAMIENTO

La afiliación efectiva a la Seguridad Social ya se encontraba en septiembre en niveles muy próximos a los registrados antes del estallido de la crisis sanitaria; de hecho, la ocupación de la EPA ya ha superado los niveles pre-pandemia. El empleo que queda por recuperar son trabajadores que todavía se encuentran en situación de ERTE. Esta evolución favorable de la situación de las familias también se ha reflejado en las expectativas de estos agentes de cara a los próximos 12 meses, de modo que, en septiembre, o bien esperaban una mejora de su situación económica a ese horizonte (los dos cuartiles superiores de renta) o preveían una relativa estabilidad (los dos cuartiles inferiores de renta). En conjunto, los hogares con crédito pendiente de amortizar antes de la crisis sanitaria han reducido su endeudamiento, haciéndolo en menor medida las familias con mayor renta y aquellas que residen en municipios con un mayor porcentaje de empresas con trabajadores en ERTE. La nueva deuda generada por los hogares sin préstamos antes de la pandemia procede en mayor medida de estos mismos segmentos de población.

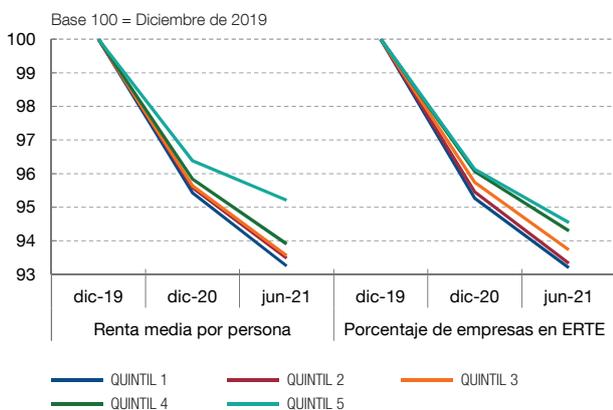
1 EVOLUCIÓN DE LA AFILIACIÓN EFECTIVA A LA SEGURIDAD SOCIAL (a)
Variación con respecto a febrero de 2020



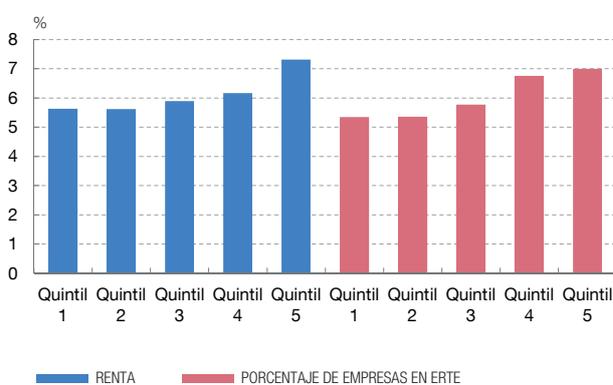
2 EXPECTATIVAS DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS HOGARES EN LOS PRÓXIMOS 12 MESES POR CUARTILES DE RENTA (c)



3 VARIACIÓN DEL CRÉDITO A HOGARES CON DEUDA BANCARIA PRE-EXISTENTE EN DICIEMBRE DE 2019 (d) (e)



4 HOGARES SIN DEUDA BANCARIA EN DICIEMBRE DE 2019 (d) (e) (f)



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Comisión Europea, INE y Banco de España.

- a Se utilizan los datos medios de cada mes y se desestacionalizan.
- b La afiliación efectiva se calcula como la diferencia entre los afiliados totales y los trabajadores afectados por ERTE.
- c Indicador = porcentaje de hogares que esperaban que su situación económica mejore mucho \times 1 + porcentaje de hogares que esperaban que situación económica mejore un poco \times 1/2 - porcentaje de hogares que esperaban que situación económica empeore un poco \times 1/2 - porcentaje de hogares que esperaban que situación económica empeore mucho \times 1.
- d La clasificación por quintiles de renta se realiza a nivel de código postal. A cada código postal se le asigna el porcentaje de empresas en ERTE del municipio al que corresponde. Se define hogar considerando titulares individuales de crédito (personas físicas y empresarios individuales). A cada titular individual se le asigna el crédito resultante de la suma de la parte proporcional de cada uno de las operaciones de crédito de las que es titular.
- e No se han considerado códigos postales en municipios muy pequeños, para los que no se dispone de información de rentas por código postal. Para que todos los quintiles tengan la misma importancia se ha utilizado un doble criterio de asignación en cada quintil. Los códigos postales (municipios) se han ordenado por renta, impacto de los ERTE (medido como el porcentaje de empresas acogidas a ERTE sobre el número de empresas en el municipio en marzo de 2021) y además por volumen de crédito al inicio de la crisis (diciembre de 2019), de tal forma que en el primer quintil, se incluyen los códigos postales (municipios) que suponen el 20% del crédito al inicio de la crisis y tienen menor renta o menor porcentaje de empresas en ERTE en el municipio, y así sucesivamente para el resto de quintiles.
- f La contribución a la variación del crédito de los hogares que no tenían deuda bancaria en diciembre de 2019 se define como la ratio de su volumen de deuda bancaria en junio de 2021 (acumulada como resultado de nuevas operaciones desde diciembre de 2019) sobre el stock de crédito bancario de los hogares existente en diciembre de 2019 dentro de cada quintil.

los próximos 12 meses (los dos cuartiles superiores de renta), o una relativa estabilidad (los dos cuartiles inferiores de renta), según la Encuesta de Confianza del Consumidor de la Comisión Europea¹⁴ (véase gráfico 1.8.2). Además, hay que tener en cuenta que algunas de las medidas adoptadas para apoyar las rentas de los hogares, como las moratorias¹⁵, han decaído de forma significativa desde el comienzo del año, lo que afectaría fundamentalmente a los hogares más vulnerables.

La ratio media de endeudamiento habría aumentado ligeramente en el primer semestre de 2021, mientras que la de carga financiera se habría reducido gracias al descenso del coste medio de la deuda viva. Así, la ratio de deuda sobre RBD se situó en junio en el 94,9 %, lo que supone 4,2 pp más que el nivel previo a la pandemia, mientras que la de carga financiera es 0,5 pp superior a la de antes de la crisis sanitaria.

La información más granular apunta a distintas dinámicas en la evolución del crédito en función de algunas características de los hogares. Por una parte, las familias que tenían préstamos antes de que estallase la pandemia se han desendeudado desde entonces de forma generalizada, aunque a un ritmo cada vez más moderado. La reducción del saldo de crédito bancario ha sido menos intensa entre los hogares de renta más elevada (aproximados según la renta del código postal en el que residen) y entre los que viven en los municipios más afectados por la crisis (aproximados como aquellos en los que el porcentaje de empresas con trabajadores en ERTE es más elevado) (véase gráfico 1.8.3). Este último resultado podría explicarse, al menos en parte, por el mayor uso de las moratorias de préstamos en las zonas más afectadas por la crisis¹⁶. El análisis de la nueva deuda generada por los hogares sin préstamos en el momento en que estalló la pandemia también evidencia un mayor dinamismo del crédito en las zonas de renta más elevada y en las más afectadas por la crisis (véase gráfico 1.8.4). Tanto en el caso de los hogares sin deuda previa como en el de los que se encontraban endeudados, la variable con mayor capacidad explicativa aparente de la evolución del crédito es la renta¹⁷. Ello sugiere que las familias con más ingresos, y especialmente el quintil con mayor renta, habrían mostrado una mayor propensión a endeudarse y/o habrían tenido un mayor acceso al crédito desde el inicio de la pandemia.

14 Véase la encuesta mensual de la Comisión Europea sobre la [Confianza del Consumidor](#).

15 Por ejemplo, el plazo de solicitud de las moratorias de préstamos bancarios se extendió hasta el 31 de marzo de 2021, con un período máximo de nueve meses. Véase el [Real Decreto-ley 3/2021](#), de 2 de febrero, por el que se adoptan medidas para la reducción de la brecha de género y otras materias en los ámbitos de la Seguridad Social y económico

16 Véase «[Medidas de apoyo en el sector bancario: moratorias de préstamos](#)», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 40, Primavera 2021, Banco de España.

17 El mayor dinamismo del crédito nuevo en los municipios más afectados por los ERTE sería consistente con un endeudamiento para la financiación de gastos corrientes. Sin embargo, la correlación positiva que existe entre el nivel de renta y el porcentaje de empresas con trabajadores en ERTE a nivel municipal sugiere que este aumento del crédito podría reflejar un efecto renta.

La posición patrimonial de los hogares también se habría visto fortalecida por el incremento de su riqueza agregada como consecuencia del avance de los precios de los activos financieros y reales, y del ahorro acumulado. La tasa de ahorro de las familias se ha moderado, en línea con el aumento del consumo, aunque todavía se sitúa por encima de su media histórica. Además, la Encuesta de Presupuestos Familiares¹⁸ evidencia que todos los cuartiles de renta de los hogares habrían contribuido positivamente al intenso aumento del ahorro agregado en 2020, aunque las familias con menos renta lo habrían hecho en menor medida.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

La última información disponible, correspondiente al primer semestre del año en curso, comienza a mostrar una cierta corrección del desequilibrio de las finanzas públicas en España desde los elevados niveles alcanzados en 2020. El déficit de las AAPP, en términos acumulados de doce meses, se situó en junio en el 8,7 % del PIB, algo más de dos puntos porcentuales por debajo del cierre de 2020 (véase gráfico 1.9.1). Por su parte, la deuda pública se situaba en junio en un 123 % del PIB, todavía muy elevada. La corrección registrada en el déficit se explicaría tanto por el impulso a los ingresos (10,5 % en comparación con el mismo periodo del año previo) derivado de la recuperación económica en marcha como por la contención del aumento del gasto, apoyada por los menores gastos extraordinarios en respuesta al Covid-19 (el nivel de gasto total se mantuvo constante respecto al mismo periodo del año anterior).

Teniendo en cuenta dicha evolución, las últimas proyecciones del Banco de España, publicadas el pasado mes de septiembre¹⁹, anticipan una significativa mejora del déficit de las AAPP en este año, que tendría continuidad en los dos años siguientes (véase gráfico 1.9.2). Tras el 11 % del PIB, registrado en 2020, el déficit público podría acabar el año 2021 en torno al 7,6 %. Esta previsión tiene en cuenta las medidas tomadas para moderar la fuerte alza de los precios de la electricidad, así como los costes de una nueva prórroga de los ERTE ligados al Covid-19 hasta final de año. La corrección del desequilibrio de las finanzas públicas continuaría en 2022 y 2023 gracias a la mejora cíclica esperada y a la retirada de las medidas extraordinarias relacionadas con el Covid-19²⁰. A pesar de ello, el déficit se situaría todavía este último año por encima del 3 % del PIB y la deuda pública apenas descendería 5pp en el horizonte considerado.

18 Véase la *Encuesta de Presupuestos Familiares de 2020* del Instituto Nacional de Estadística.

19 Véase *Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2023)*.

20 La presentación del borrador de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social de 2022, así como la del Plan Presupuestario de ese año, que se produjeron con posterioridad a la fecha de cierre de las proyecciones de septiembre del Banco de España no han alterado significativamente las perspectivas fiscales para el próximo año.

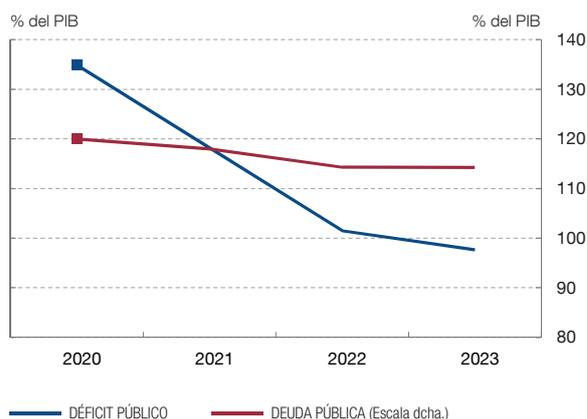
EL DÉFICIT PÚBLICO DE ESPAÑA SE REDUCE EN 2021, PERO SE MANTIENE POR ENCIMA DEL NIVEL PREVIO A LA CRISIS DEL COVID-19 Y LA PREVISIÓN DE REDUCCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO HASTA 2023 ES LIMITADA

En el primer semestre del año en curso se ha producido un descenso en el déficit de las AAPP, que se espera tenga continuidad en lo que queda del año y en los dos ejercicios siguientes. No obstante, en ausencia de nuevas medidas, los niveles de déficit y deuda pública previstos para el final del horizonte de previsión continuarían siendo elevados, lo que constituiría una fuente de vulnerabilidad para la economía española. Esta vulnerabilidad se ve mitigada por los bajos niveles de tipos de interés, que se reflejan en un coste de servicio de la deuda reducido y decreciente. Si bien en el corto plazo la política fiscal expansiva debería seguir contribuyendo a reforzar la recuperación económica en marcha, la necesidad de acometer en el futuro un proceso de consolidación creíble y sostenido, aconsejaría empezar a definir y anunciar las características de éste sin demora.

1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP



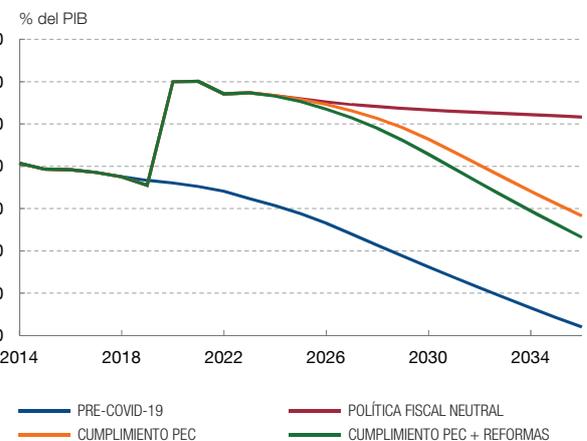
2 PREVISIONES DE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICOS (b)



3 GASTO EN INTERESES



4 SENDAS SIMULADAS DE DEUDA PÚBLICA (c)



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

- a Datos acumulados de cuatro trimestres.
- b Proyecciones macroeconómicas del Banco de España publicadas el 21 de septiembre de 2021. Los cuadrados de 2020 corresponden al dato revisado por la IGAE nueve días después.
- c El escenario pre-COVID replica las simulaciones de la ratio de deuda pública sobre el PIB realizadas con los datos y previsiones a fecha de Diciembre de 2019. El escenario de política fiscal neutral simula las proyecciones de deuda utilizando las últimas previsiones del Banco de España, véase *Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2023)*, sin imponer ninguna restricción adicional sobre la variación del saldo estructural. El escenario de cumplimiento del PEC, asume un plan de saneamiento de las cuentas públicas con una reducción del déficit estructural, hasta alcanzar el equilibrio presupuestario, de 0,5 pp del PIB cada año. El último escenario añade reformas estructurales que se traducirían en un aumento del PIB potencial en 0,6 pp en el largo plazo.

Los niveles de déficit estructural y deuda previstos para finales del horizonte de previsión 2021-2023 situarían a las finanzas públicas españolas en una situación de vulnerabilidad, que podría prolongarse también en horizontes más largos. Al elevado nivel de deuda pública que se prevé para 2023 (por encima del 110 % del PIB), se uniría el ajuste estructural de gastos e ingresos públicos pendiente en la economía española (superior al 3 % del PIB) y los retos que supone el envejecimiento de la población. En el corto y medio plazo, la política monetaria del BCE y el impulso al crecimiento económico que cabe esperar de la utilización de los fondos europeos correspondientes al programa NGEU contribuirán a contener esta vulnerabilidad. Hasta el momento, el impacto del aumento de la ratio de deuda sobre los gastos por intereses (gráfico 1.9.3) se ha visto también atenuado por el reducido nivel de los tipos de interés. Sin embargo, un hipotético aumento futuro de los tipos de interés daría lugar a un incremento de esta partida de gasto y presionaría adicionalmente la posición fiscal, aunque este efecto no sería inmediato, dados los plazos de vencimiento de la deuda pública. Por otra parte, una política fiscal acomodaticia continúa siendo necesaria para consolidar la recuperación económica actualmente en marcha. En cualquier caso, ello no evita la necesidad de un proceso de saneamiento de las finanzas públicas españolas, que las sitúa, en el medio plazo, en una posición más favorable para afrontar los retos pendientes y menos vulnerable a futuros desarrollos económicos adversos o a crisis de confianza. De acuerdo con los ejercicios de simulación realizados, la ratio de deuda permanecería en torno al 115 % del PIB en el horizonte de los próximos 15 años en ausencia de medidas de consolidación presupuestaria, bajo el supuesto de que la economía española mantuviera tasas de crecimiento similares al promedio de las últimas décadas. Por el contrario, el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), especialmente si es acompañado de reformas estructurales permitiría alcanzar en ese mismo horizonte un nivel de endeudamiento inferior al existente antes de la irrupción de la pandemia (gráfico 1.9.4)²¹.

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

Durante la primera mitad de 2021, los inversores internacionales volvieron a adquirir, en términos netos, deuda de las AAPP españolas, a diferencia de lo ocurrido en 2020, lo que señalaría una normalización de los flujos financieros con el resto del mundo. Las compras netas de estos agentes durante el primer semestre de 2021 fueron de 41,2 mm de euros, lo que llevó a que la proporción de

21 El PEC prescribe un ajuste de las finanzas públicas que se traduce en una mejora anual del saldo estructural en 0,5 pp del PIB hasta que el nivel de dicho saldo llegue a 0. Además, la regla de deuda prevé que la ratio entre esta variable y el PIB se reduzca anualmente en un veinteavo de su diferencia frente al valor de referencia del 60%. Puesto que la ratio de deuda pública española alcanzó el 120% del PIB en 2020, esa diferencia ascendería a 60 pp, de modo que, de acuerdo con esta regla europea, la ratio de deuda debería reducirse, en promedio, en unos 3 pp por año.

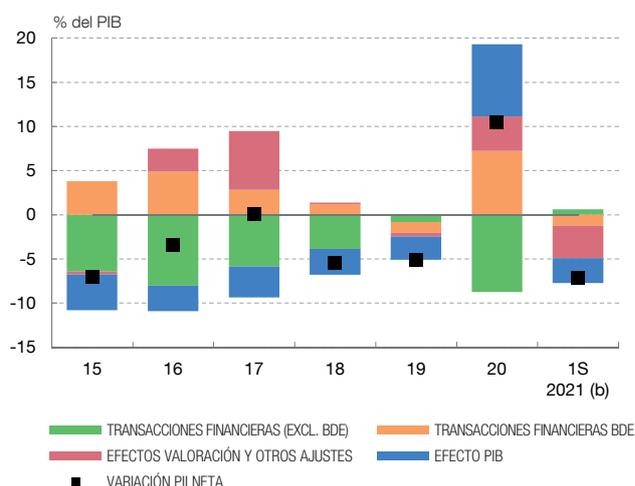
LOS INVERSORES INTERNACIONALES VOLVIERON A ADQUIRIR DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2021, AL TIEMPO QUE SE REDUJO LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DEUDORA NETA DE ESPAÑA

Los agentes no residentes volvieron a comprar, en términos netos, títulos de deuda de las AAPP españolas durante la primera mitad de 2021, señalando una normalización de los flujos financieros con el resto de mundo. Por su parte, la Posición de Inversión Internacional (PII) deudora neta de la economía española se redujo en 7,2 pp de PIB durante este período gracias a unos efectos valoración positivos (tanto por la revalorización de los activos que los españoles poseen en el exterior como por la minusvalía de los pasivos nacionales en manos de los extranjeros), a unas transacciones financieras netas con resto de mundo también positivas (lo que sería la contrapartida de los superávits por cuenta corriente y de capital) y al crecimiento del PIB.

1 ADQUISICIONES NETAS Y TENENCIAS DE VALORES DE LAS AAPP ESPAÑOLAS POR PARTE DE INVERSORES INTERNACIONALES



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



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores en manos de los agentes residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
b Calculado sobre el PIB acumulado de cuatro trimestres.

las tenencias en manos de estos agentes dejase de caer, situándose en el entorno del 45 % del saldo de deuda soberana española (véase gráfico 1.10.1).

La posición de inversión internacional (PII) deudora neta de la economía española se situaba en junio en el 78,4 % del PIB, lo que representa un elemento de vulnerabilidad frente al potencial deterioro de las condiciones de financiación en los mercados internacionales. Se observa sin embargo una reducción significativa de esta ratio de 7,2 pp con respecto al cierre de 2020, de los cuales 2,8 pp se explican por el crecimiento del PIB. Los efectos valoración resultado de una revalorización de los activos que los españoles poseen en el exterior y de una disminución del valor de los pasivos nacionales en manos de los inversores internacionales (véase gráfico 1.10.2) explican otra parte significativa de este ajuste. En cualquier caso, este nivel de la PII deudora neta sobre PIB es todavía 3,4 pp más alta que la existente al cierre de 2019.

La deuda externa bruta de España se incrementó en la primera mitad de 2021 en 66,4 mm, si bien en términos de PIB se redujo hasta el 197,9 % gracias al

avance del producto, pero se sitúa 28,4 pp por encima del nivel pre-pandemia.

Este elevado nivel de endeudamiento supone un elemento de vulnerabilidad ante eventuales endurecimientos de las condiciones de financiación en los mercados internacionales. Sin embargo, esta vulnerabilidad se ve mitigada, en cierta medida, por su composición, ya que algo más de la mitad es deuda del sector público (AAPP y Banco de España), y porque los plazos medios de amortización son dilatados y la gran mayoría está denominada en euros.

