

## ECONOMÍA / POLÍTICA

## DIAGNÓSTICO EXPANSIÓN

## Temor a un frenazo súbito de la

**TORMENTA PERFECTA PARA LA ECONOMÍA/** Una vez agotado el efecto positivo de la demanda turística embalsada, la economía se cuotará hipotecarias. Por otro, la inversión se resentirá por las malas expectativas empresariales y los costes de refinanciación de

Pablo Cerezal. Madrid

Hace unos meses se hizo muy famosa una frase de Pedro Sánchez en la que señalaba que los españoles pagarían lo mismo por el recibo de la luz en 2021 que en 2018, pero "descontando la inflación". Y algo similar pasa con la economía nacional y mundial, que marchan bastante bien, descontando la inflación.

En los seis primeros meses del año, por ejemplo, en España se han creado más de medio millón de empleos, de acuerdo con los datos de afiliación a la Seguridad Social, lo que supone el mejor arranque del año de casi toda la serie histórica. Un avance que se fundamenta principalmente en la normalización de la actividad turística, que ha supuesto toda una apertura de compuertas de la demanda retenida durante los últimos dos años, que ya alcanza cifras muy cercanas a las previas a la crisis, lo que ha permitido a los hoteles disparar su precio un 25%. Pero no se trata solo del turismo: el valor añadido de la industria crece a un ritmo del 15,2% y el de los servicios, al 9,8%, con un incremento del 25,5% en el caso del comercio, y la construcción avanza a una velocidad del 3,7% animada por el aumento de compras de inmuebles, de acuerdo con los datos del consumo de cemento.

Y las ventas de las grandes empresas echan humo, acelerándose hasta el 10,8% en abril. Tanto es así que el uso de

### Las exportaciones no pueden ser la válvula de escape cuando toda la economía global está en riesgo

la capacidad productiva por parte de las empresas se sitúa en el 80%, unas cifras que apenas tienen precedentes en la serie histórica. Pero todo ello puede no ser otra cosa que la orquesta del Titanic sonando mientras el barco se hunde, varios meses después de que la capitana de la economía española, Nadia Calviño, advirtiera de que el iceberg de la inflación sería un fenómeno "transitorio".

Y en las últimas semanas cada vez se ha puesto más claramente de manifiesto que, como ha corregido la vicepresidenta Calviño, nos encontramos "con un nuevo escenario de inflación más alta durante más tiempo a nivel internacional" que podría provocar un frenazo súbito de la economía una vez acabada la inercia derivada de elementos como el turismo o la construcción. ¿Por qué? Porque la subida de los precios de consumo está provocando que la demanda embalsada durante el confinamiento se evapore en cuestión de meses después de la retirada de restricciones sanitarias, en lugar de servir para potenciar la recuperación durante varios años, al tiempo que la fuerte subida de los costes de producción ahoga los márgenes

de beneficios de las empresas. Todo ello aderezado con una incipiente subida de los tipos de interés que está empezando a castigar el coste de las hipotecas a tipo variable, la financiación de las empresas y los intereses de la deuda pública. Esto, a su vez, supone una nueva amenaza para un consumo que ya se empieza a ver muy lastrado por la inflación, pero también para la inversión, ya que muchas empresas se están empezando a replantear sus gastos de capital para los próximos meses, con el objetivo de evitar que unas refinanciaciones excesivamente onerosas les pillen con el pie cambiado.

En el caso del sector público, en cambio, la situación parece algo mejor pero podría ser todavía más dramática en un futuro. Si bien por el momento el Gobierno no se plantea corregir el déficit debido a que el alargamiento de los plazos de vencimiento de la deuda reduce su vulnerabilidad ante una subida de tipos, eso podría cambiar de repente como sucedió en 2010. Todo ello eleva los temores a un frenazo súbito de la economía en otoño, una vez que se desvanecan los vientos de cola.

### Consumo

El caso del consumo es, probablemente, el más evidente, ya que la buena marcha del gasto privado hasta final de año se ha visto laminada por la subida de precios en el primer trimestre, con un descenso del

3,7% entre enero y marzo. Sin embargo, en el segundo y el tercer trimestre la demanda cuenta con un potente factor al alza que es el turismo extranjero, que genera un efecto directo (el gasto en alojamientos, restaurantes, supermercados y otro tipo de comercios) e indirecto (por el consumo de aquellos ocupados gracias a la actividad turística). En concreto, los turistas extranjeros se dejaron 58.144 millones de euros en el segundo y tercer trimestre de 2019, el último anterior al coronavirus, casi el doble de lo ingresado en los seis meses restantes del

año, por lo que el comienzo de la temporada turística estival puede suponer un enorme revulsivo, y más en un momento en el que el sector tiene las manos libres para elevar los precios, pero eso también lleva a plantearse qué sucederá una vez agotado el turismo internacional, a partir de octubre.

### Salarios

Hay que tener en cuenta que el incremento de los precios, del 8,7% en mayo, supera ampliamente el de los salarios (2,4%) y que los productos que más se encarecen son aquellos de primera necesi-

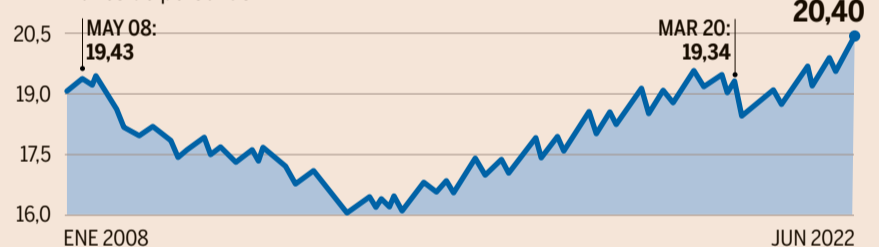
dad o cuyo consumo es más difícil de reducir, como es el caso de la electricidad, el combustible o los alimentos, lo que dejará sin espacio al resto de bienes, especialmente a aquellos de los que es más fácil prescindir (como el ocio) o cuya compra se puede retrasar (como los muebles y electrodomésticos).

En concreto, una vez pagada una factura de la luz y de los carburantes en torno a un 30% por encima de los niveles de 2021 y tras una subida de la cesta de la compra del 11%, la capacidad de compra restante para el resto de bienes se redu-

## RADIOGRAFÍA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

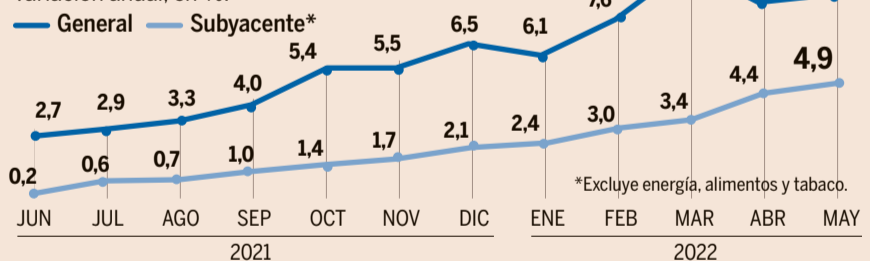
### > Afiliación a la Seguridad Social

En millones de personas.



### > Índice de precios de Consumo

Variación anual, en %.



\*Excluye energía, alimentos y tabaco.

Expansión

# La subida de los tipos

Francisco Cabrillo

El aumento de los tipos de interés que están llevando a cabo la Reserva Federal Norteamericana y el Banco Central Europeo (BCE) es, ahora mismo, tema de debate tanto entre los economistas como entre los políticos. Hay quien defiende la idea de que la subida proyectada puede ser excesiva o, incluso,

de que, dada la amenaza de recesión que se cierne sobre las economías de Estados Unidos y Europa, los tipos deberían permanecer prácticamente sin cambios. Creo, sin embargo, que estas ideas son profundamente equivocadas porque reflejan un profundo desconocimiento del papel de los tipos en una economía. Los tipos de interés son, ante todo, precios, que reflejan –o deberían reflejar– la escasez de un determinado activo. Cuestión importante es cuál es ese activo. Por una parte, los tipos reflejan la escasez en el mercado de dinero; en palabras

de Keynes, el coste de renunciar a la liquidez. Y es desde esta visión como suele entenderse su papel en la política monetaria, que los utiliza como instrumentos para generar mayor o menos liquidez en el sistema. Pero los tipos de interés son también precios que reflejan la escasez en el mercado de capitales, que es algo muy diferente. Unos tipos de interés forzados a la baja por una política expansiva de los bancos centrales contribuyen al crecimiento de la inflación; pero, más importante aún, distorsionan el mercado de capitales creando in-

centivos a inversiones cuya rentabilidad sólo se sostiene con un coste del capital extraordinariamente reducido; hasta la fecha, cercano a cero.

Los bancos centrales, en Estados Unidos y en Europa, han hecho crecer en los dos últimos años los activos de sus balances de una forma extraordinaria mediante la compra de títulos de deuda pública; y el aumento correspondiente de sus pasivos ha elevado la oferta monetaria a niveles incompatibles con la estabilidad de los precios. Y, por lo tanto, los bancos emisores han sentado las bases de

procesos inflacionarios, que habrían tenido lugar aunque nunca se hubiera desencadenado la guerra de Ucrania. Además, y como era de esperar, los efectos no se han producido sólo en el mercado monetario. Por una parte, han generado distorsiones en las inversiones; y por otra, han hecho que el BCE abandonara de facto la norma establecida en sus estatutos, que le impide financiar los déficits públicos de los países miembros. Durante un tiempo, la respuesta del BCE a esta objeción ha sido que, cuando compraba deuda pública, no

# economía tras el verano

enfrenta a un otoño muy complicado. Por un lado, el consumo quedará lastrado por la subida de precios y el aumento de las deudas. Junto a ello, un posible recorte de gasto público o una subida de impuestos daría la puntilla al crecimiento.

ce cerca de un 15% en un año. Y a eso hay que sumar también el efecto de la revisión de las hipotecas a tipo variable, ahora que el Euribor ya supera el 1%, frente a los valores negativos en los que se ha situado en los últimos años, con un -0,5% en enero. Esta subida supondría, para una hipoteca de 150.000 euros a 20 años, una subida de la cuota anual de 1.260 euros y, si se tiene en cuenta que el saldo hipotecario vivo en España a tipo variable ronda los 400.000 millones de euros, este incremento puede dar la puntilla a la demanda interna, al restar

otros 3.400 millones a la capacidad de gasto de un buen número de hogares.

Y si el consumo se resiente, la inversión sufrirá todavía más, a pesar del acicate que podría suponer un incremento de la demanda que empieza a tensar las posibilidades de la producción en muchos sectores. Esto se debe a que el aumento de los costes de producción, por la subida de los precios de la energía, las materias primas y los problemas en la cadena de suministros, supera ampliamente a la subida de precios de venta, lo que conlleva un gran estrecha-

miento de los márgenes empresariales e incluso ha arrastrado a numerosas empresas a pérdidas, a pesar de la recuperación económica.

## Condiciones financieras

Además, ante el rápido endurecimiento de las condiciones financieras, antes incluso de cualquier subida de tipos por parte del BCE, las empresas están tomando medidas para evitar tener que afrontar en el futuro refinanciaciones excesivamente onerosas, y la principal de ellas es recortar los gastos de capital. Y eso, unido al ya crónico retraso en el de-

sembarco de los fondos europeos, puede hacer que la inversión quede muy por debajo de las expectativas que se tenían hace unos meses.

Tampoco el panorama de inversión por la parte del sector de la construcción parece mucho más alentador, una vez pasados los estímulos positivos que podían suponer la nueva demanda derivada del teletrabajo y del intento de anticiparse a la subida de los tipos hipotecarios. Ahora la situación es la contraria, ya que los costes de los materiales para edificación residencial han subido un 13,5% en el último año lo que, unido al aumento de los tipos de interés, puede llevar a una subida de en torno al 46% en las cuotas hipotecarias para los nuevos préstamos. Y eso, junto con la dificultad de encontrar nuevos trabajadores cualificados en el sector, no alienta precisamente las nuevas promociones.

## Empresas

Además, las empresas se enfrentan a una serie de amenazas como son los efectos de la guerra económica a Rusia, con la inseguridad que genera esto en el suministro de gas y petróleo, algo que puede hacer mucho daño a la industria electrointensiva ya que los planes de emergencia implican incluso la paralización de la actividad, o las huelgas para forzar mejoras de sueldo acordadas con los precios (solo entre enero y marzo se perdieron más jornadas que a lo largo de

## La escalada de tipos supondrá un sobrecoste para la deuda pública de 5.500 millones

los tres años anteriores), al tiempo que el Gobierno reclama la contención salarial para evitar efectos inflacionarios de segunda ronda que prolonguen la espiral de precios. Sin embargo, la escasez de determinados perfiles profesionales señala que la lucha para evitar que la subida de precios se traslade a los salarios será muy complicada, lo que laminará todavía más la competitividad empresarial. Y eso no ayuda a las exportaciones en un contexto muy complicado, no sólo por la situación en torno a Ucrania y Rusia, los continuos confinamientos en China o las interrupciones en la cadena de suministros sino porque, mucho más importante, este parón puede ser generalizado y simultáneo en buena parte del mundo desarrollado, lo que elimina la válvula de escape que en épocas anteriores podía haber sido la exportación.

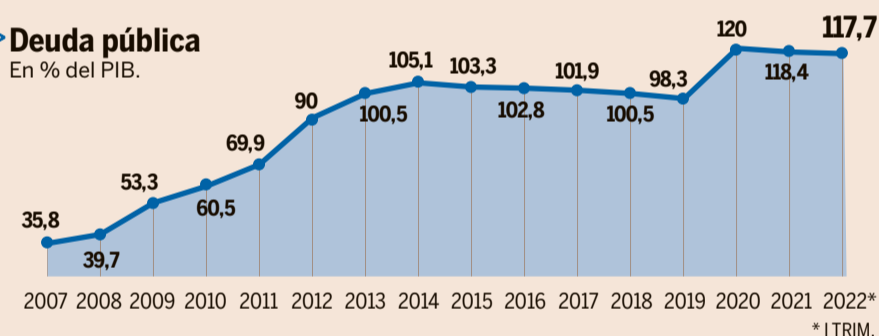
Finalmente, el sector público también podría contribuir a este frenazo súbito. Por ahora, los distintos Gobiernos de todo el mundo siguen apurando la copa de las rebajas de impuestos para combatir la inflación y de los planes de estímulos para mantener la economía rodando. De hecho, la mi-

nistra de Hacienda, María Jesús Montero, presumía la semana pasada de que tener superávit es “quedarse con dinero sin gastar”, y el Gobierno ya ha anunciado la prórroga de su plan de respuesta a los efectos de la guerra en Ucrania, a pesar de su efecto limitado, así como una rebaja del IVA de la electricidad, además de la actualización de las pensiones con el IPC, comprometida desde hace meses.

Sin embargo, la subida de tipos de interés por parte del BCE y el final de los programas masivos de compra pública están haciendo que el coste de la deuda pública se dispare. Y eso supone un enorme problema para un país en el que la deuda pública escala hasta el 117,7% del PIB, a pesar del alargamiento de los plazos de vencimiento por parte del Tesoro. De hecho, los bonos españoles a 10 años cotizan hoy casi al 3% anual, seis veces más que a principios de año, por lo que la refinanciación de la deuda pendiente hasta final de año a los tipos actuales puede suponer un sobrecoste de 5.500 millones de euros al año. Esto podría obligar a un fuerte recorte de gasto o una subida de impuestos en los próximos meses en el caso de que el BCE no diera con la tecla adecuada para mantener el apoyo a los países más endeudados, como España, Italia, Portugal o Grecia, sin comprometer la lucha contra la inflación.

## Deuda pública

En % del PIB.



## Crecimiento del PIB

Variación intertrimestral, en %.



## Var. ENE-MAR, por componentes

Consumo de los hogares	-3,7
Gasto público	1,3
Inversión	3,4
Exportaciones	3,4
Industria	-1,4
Construcción	0,3
Servicios	0,4

Fuente: Ministerio de Seguridad Social, INE y Banco de España

estaba financiando déficit presupuestarios, sino haciendo políticas de “mercado abierto” –en nuestro caso elevando la liquidez del sistema– para lograr que la tasa de inflación (considerada durante un tiempo excesivamente baja) se aproximara a su objetivo de algo menos del 2%. Si esto fuera así, habría que pensar que, al llegar la tasa de inflación al 8%, el BCE debería seguir haciendo política de mercado abierto; pero ahora en sentido contrario: vendiendo deuda para reducir la cantidad de dinero, elevar los tipos y bajar la tasa de infla-

ción. No lo ha hecho, sin embargo, por miedo a que algunos países –Italia, España, Portugal, Grecia y, tal vez, Francia– se encontraran con serios problemas para colocar su deuda; o tuvieran que elevar su rendimiento de forma muy marcada. Por poner un ejemplo, para un país cuya deuda pública suponga el 120% de su PIB, una subida del tipo medio de su deuda del 3%, supondría un coste para el Estado del 3,6% de su PIB. Y este sería aún un tipo bastante bajo, dados el nivel de riesgo y la tasa de inflación vigentes.

No cabe duda de que los tipos de interés son insostenibles al nivel actual y tienen que aumentar, tanto por la tasa de inflación como por el riesgo que supone prestar a determinados Estados. El BCE estima que la inflación alcanzará en 2022 la tasa del 6,8%; y que caerá al 3,5% en 2023. Es imposible hacer una estimación precisa del crecimiento de los precios del año 2023 sin saber cuál va a ser la política monetaria de los próximos meses; pero la cifra mencionada parece optimista en exceso. Supongamos, sin embargo, que fuera cierta.

¿Tendría sentido emitir deuda con tipos inferiores a dicha tasa? Y, más aún, ¿tendría sentido, como parece que pretende el BCE, forzar de nuevo al mercado y no permitir que los tipos reflejen las diferencias de riesgo entre los países emisores? La conclusión es que, si se respetan las reglas básicas de los mercados financieros, los costes del endeudamiento deben aumentar; y para algunos países –España entre ellos– esto puede tener un coste muy elevado. No cabe duda de que el BCE seguirá ayudando a las naciones con mayores dificultades; y

que esta ayuda irá acompañada, de una u otra forma, de medidas de control externo. Pero el ajuste tendrá costes necesariamente. Se han cometido demasiados errores en política monetaria durante demasiado tiempo. Y corregirlos no va a salir gratis en términos de bienestar. Pero hay que tomar las medidas ya. Posponer los cambios para suavizar el ajuste sería un nuevo error..., y el precio a pagar, al final, sería aún más elevado.

Catedrático de Economía de la Universidad Complutense  
Fundación Civismo

Editorial / Página 2