

DIAGNÓSTICO EXPANSIÓN

España acumula vulnerabilidades ante

España es el único país que no recuperará este año el PIB precrisis. Además, tenemos la mayor tasa de paro, una de las

Daniel Rodríguez Asensio

La economía mundial se adentra en terreno desconocido. Han sido muchas y muy diversas las crisis que ha atravesado la civilización occidental en las últimas décadas, pero ninguna situación que reúna los elementos de la actual.

Por un lado, el riesgo de estancamiento es evidente. Tanto es así que, por ejemplo, JP Morgan estima que hay un 25% de riesgo de recesión económica en Estados Unidos en 2023, mientras que la inflación estará en torno al 8% este mismo año y su supuesto carácter "temporal" poco a poco se va diluyendo como un azucarillo en café caliente. No estamos en una crisis estancacionista como la de los años 70 por el momento (entonces la inflación superaba el 20%), pero si no actuamos de la forma adecuada podríamos estarlo en el medio plazo.

Por otro, los mercados de renta variable acumulan también caídas históricas. Por ejemplo: el S&P 500, que reúne a las 500 empresas más importantes del mundo, acumula una caída de casi el 20% en este segundo trimestre, lo que supone la peor evolución desde 1962.

Los mercados de renta variable han cogido una clara tendencia bajista y si una crisis como la de la burbuja *puntocom* de los años 2000 no copa portadas de periódicos y medios de información es solamente porque tenemos problemas mucho más importantes que atender, pero no porque las cifras no sean muy similares a las de entonces.

Y, por último, nos enfrentamos a

un riesgo nada despreciable de crisis financiera similar a la de 2008. La tardanza en reaccionar a la inflación por parte de los bancos centrales ha provocado que las actuaciones se estén realizando de forma precipitada y, por lo tanto, con escaso margen de actuación para los agentes económicos, especialmente los más endeudados.

Pongamos un ejemplo: La Reserva Federal Norteamericana (Fed) ha subido los tipos ligeramente en lo que va de año, hasta el 1,5%. Como consecuencia de ello, la probabilidad de recesión en Estados Unidos se incrementa hasta el 40%, según el mismo análisis de JPMorgan citado anteriormente, al que solamente han incluido las condiciones financieras en el modelo, los tipos de interés de las hipotecas a 30 años en Estados Unidos se han disparado hasta el 5,8% (el mayor nivel desde noviembre de 2008), y los bonos de deuda soberana a 2 años se han disparado hasta el 3,17%, es decir, un nivel no visto desde noviembre de 2007.

No es arriesgado afirmar, a la vista de los datos anteriores, que los resultados de una subida de tipos hasta el 4% en 2023 como ha anunciado la Fed es, sencillamente, algo imprevisible.

A todo lo anterior debemos añadirle una situación en China, el gigante asiático, ciertamente preocupante: a la inestabilidad financiera provocada por la quiebra de Evergrande le ha seguido una clara desaceleración económica acorde con la observada en el resto del mundo y, en los últimos meses, un nuevo parón como consecuencia de las políticas Covid cero.

La gran pregunta es: ¿Qué podemos esperar de cara al otoño?

Primero: Los motores económicos están gripados. El débil crecimiento económico pos-Covid se ha hecho con base en un impulso monetario sin precedentes y con políticas basadas en el endeudamiento masivo. Si en 2018 la deuda mundial ya era escandalosa (320% del PIB), en estos años se ha disparado hasta el 350%. Este modelo de crecimiento ha llegado a su fin, y ahora queda por ver qué países han hecho realmente los deberes y van a crecer.

Segundo: Los precios no van a remitir. El petróleo va a sufrir presiones de demanda cuando China recupere su actividad económica, la crisis energética que afecta especialmente (aunque no solo) a Europa también

Los motores del crecimiento están gripados y los precios no van a remitir

influye y ya no hay ningún analista serio que no vea los efectos de segunda ronda y la traslación de la inflación en precios de los bienes a los servicios.

Tercero: El desplome de la renta variable y el incremento de precios/tipos de interés tienen un impacto directo sobre el patrimonio de familias y empresas, así como su renta disponible. Esto supone que el componente de la demanda agregada

se va a ver seriamente afectada.

Y, como consecuencia de todo lo anterior: ¿Estamos a las puertas de un nuevo Lehman? No es ni mucho menos descartable, aunque difícilmente se producirá en este año. Los procesos económicos son lentos y los ratios de morosidad continúan en niveles reducidos o, en el peor de los casos, aceptables. No parece probable un *shock* financiero en lo que queda de año, aunque sí mucha inestabilidad.

Europa: BCE y riesgo geopolítico

La Unión Europea no es ajena a esta situación, con algunos agravantes



Futuro inmobiliario incierto

José García Montalvo

La evolución de los mercados inmobiliarios mundiales en la fase de salida de la pandemia ha sido exuberante. A finales de 2021 el precio de la vivienda creció un 10% en la UE. Países como Alemania, que en fases pasadas de expansión habían tenido crecimientos muy moderados de los precios, marcaban un 12,2%. En Holanda, la tasa se elevaba al 18,7% y en Austria, al 14,9%. Luxemburgo,

Islandia, Suecia, Portugal o Irlanda superaban también los dos dígitos. Fuera de la UE la situación no ha sido diferente. En Nueva Zelanda y Canadá acabaron 2021 con tasas superiores al 20%, y Estados Unidos alcanzó el 20%. Los países de la OCDE han experimentado una subida de precios del 16% en dos años. Ante estas tasas, la subida del 6,4% de España en 2021 fue muy moderada, aunque a final del primer trimestre de 2022 los precios ya crecían al 8,5%.

Sin embargo, algunos de los factores que impulsaron la impenetrable salida del sector inmobiliario del periodo pandémico han empezado

a perder impulso. El ahorro acumulado ha ido disminuyendo y la inflación reduce la capacidad de compra de la renta de los ciudadanos. La demanda embolsada por las dificultades de comprar vivienda en una situación de confinamiento o restricciones de movilidad se ha realizado en gran parte. Asimismo, el aumento de los precios de los materiales encarece la producción de vivienda nueva entre un 15% y un 25%, lo que

Algunos factores que impulsaron el sector inmobiliario empiezan a perder impulso

reduce la demanda de esta tipología. Y, finalmente, los bajísimos tipos de interés de los últimos años están pasando a la historia.

En la situación actual de enorme incertidumbre económica es difícil prever hasta qué punto la debilidad de estos factores condicionará la evolución del sector inmobiliario. Si consideramos que España está retrasada en este ciclo de expansión inmobiliaria y la Reserva Federal está adelantada en el proceso de normalización de los tipos de interés, podemos utilizar a Estados Unidos como ejemplo. En EEUU el tipo de interés de un crédito hipotecario a 30 años era del 2,96% hace un año

y ayer del 5,78%. La demanda hipotecaria en anticipación de la subida de tipos aún mantuvo los precios creciendo al 20,6% en el primer trimestre de 2022, pero ya empieza a observarse el impacto del incremento del tipo de interés en el sector inmobiliario. El inventario de viviendas a la venta, que cayó a mínimos en febrero, ha aumentado en dos meses un 21%. La venta de viviendas usadas ha caído desde enero un 16%, mientras que la venta de viviendas nuevas se desploma un 40%. En estas condiciones es lógico que la encuesta del sentimiento de los constructores haya caído por sexto mes consecutivo y esté al ni-

un otoño repleto de incertidumbres

inflaciones más altas, una deuda del 120% del PIB, la tercera mayor prima de riesgo y un déficit estructural del 4% del PIB.

que debemos tener en cuenta. La invasión de Rusia a Ucrania añade el riesgo geopolítico a la ecuación, algo que era absolutamente impensable a principios de año. Esta situación, sin embargo, tiene un elemento positivo: dicho riesgo es independiente de la fecha de finalización del conflicto. Las relaciones internacionales entre Rusia y el resto del mundo nunca volverán a ser lo mismos.

Por otra parte, debemos tener en cuenta que la debilidad económica en Europa ha sido mucho mayor que en Estados Unidos durante todos estos meses, y ahora esta brecha se agranda como consecuencia de la crisis energética. La Unión

España copará las portadas de los periódicos extranjeros si los riesgos financieros cristalizan

Europea ha decidido apostar por la ideología para conformar su *mix* energético y ahora, con Rusia dejando de suministrar gas natural y el precio de las materias primas en máximos históricos, supondrá un freno adicional a la renta disponible de familias y competitividad de empresas.

Y, por último, no debemos obviar la difícil situación que tiene el BCE. No sólo está siendo más confuso que

la Fed, sino que también tiene que lidiar con una fragmentación financiera muy intensa. Ha sido suficiente con reducir levemente el volumen de compra de deuda pública y anunciar un incremento del 0,25% en los tipos de interés para julio para que las primas de riesgo de países sistémicos como España o Italia, así como sus seguros de impago, se dispararan.

¿Significa esto que estos países europeos están a las puertas de un *default*? No. Lo que está ocurriendo es una normalización. O, dicho de otra manera: el BCE no puede maquillar el riesgo indefinidamente. Las primas de riesgo que hemos comenzado a ver en las últimas sema-

nas están más cerca de la situación financiera real que las que llevamos viendo desde hace años.

España: Un riesgo para la eurozona

La economía española está entre esos países que dificultan la normalización monetaria del BCE. En resumen, esta es nuestra situación: somos el único país de Europa que no va a recuperar este año los niveles de riqueza previos a la crisis, tenemos la mayor tasa de paro de toda la zona Euro, la mayor inflación de las grandes economías europeas, nuestra deuda está cerca del 120% del PIB, tenemos la tercera mayor prima de riesgo del Viejo Continente, y nuestro déficit estructural (independiente del ciclo económico) está en torno al 4% del PIB.

Lo diré de otra manera: la economía española tiene todas las papeletas para copar portadas de medios extranjeros si alguno de los riesgos financieros cristalizan y, lo más importante, no es ni mucho menos descartable una situación en la que se cierren los mercados privados de deuda y tengamos que acudir a mecanismos europeos de financiación extraordinaria como pasó con Grecia en 2011.

Y no, no será un problema del BCE ni de las condiciones financieras internacionales. Es un problema de gasto y de modelo de crecimiento. Dos datos: desde que estalló la crisis del Covid 19, el endeudamiento estatal se ha incrementado en 230.500 millones de euros y, sin embargo, el PIB no ha recuperado sus niveles anteriores en términos reales. Si añadimos el viento de cola que supone la

inflación, el PIB apenas ha crecido un 0,9% con respecto al último trimestre de 2019, y el endeudamiento público lo ha hecho en un 19%. O, dicho de otra manera: España ha necesitado endeudarse por valor de 84 euros por cada euro de producción nacional.

Esto, en un contexto de subidas masivas de impuestos, es algo inasumible. Y, lo más importante, un problema de gasto responsabilidad directa del Gobierno: desde que Sánchez es presidente del Gobierno el gasto de la Administración central y de la Seguridad Social se ha incrementado en más de 100.000 millones de euros. Casi un 10% del PIB nacional.

España lleva quebrada años, pero la respiración asistida del Banco Central Europeo nos ha permitido evitar la suspensión de pagos. ¿Podemos continuar así, ahora que vamos a tener que acudir a los mercados? Veremos. Para tener alguna posibilidad, lo primero que debemos hacer es evitar errores pasados. Los fondos *Next Generation EU* no son un nuevo Plan E con el que comprar los votos para las próximas elecciones generales.

España es un país sistémico para la eurozona. Aún estamos a tiempo de elegir: podemos ser solución para Europa, como lo fuimos en la crisis de los 2000; o podemos ser uno de los principales quebraderos de cabeza, como ocurrió en 2011/2012.

La economía es un fenómeno de largo plazo. De las decisiones de hoy dependerá lo que ocurra dentro de dos años. Las consecuencias las sufriremos todos.

**Consultor Estratégico y Presidente de Acción Liberal
Think Tank For Freedom**



vel de junio de 2020. En otros países más avanzados en la normalización monetaria está sucediendo algo similar. En Reino Unido los últimos datos de créditos hipotecarios muestran el peor dato en dos años. Las previsiones de incrementos de precios muestran un pequeño aumento en 2022 y una caída en Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Reino Unido en 2023. Tanto el BCE como el Banco de Inglaterra han avisado de que un incremento abrupto de los tipos de interés podría inducir una corrección de precios inmobiliarios.

¿Hasta qué punto la experiencia de estos países se puede aplicar por

analogía al futuro del inmobiliario residencial español? Aunque es cierto que muchos de estos procesos son globales, la analogía es solo parcialmente útil. En primer lugar, el aumento del tipo de interés no beneficiará a la firma de hipotecas en España, pero no se espera que el BCE sea tan agresivo como la Reserva Federal, puesto que en la zona euro no hay tanta presión de la demanda como en Estados Unidos. En segundo lugar, los precios alcanzados en muchos países desincentivan especialmente tomar un préstamo con tipos altos. En Estados Unidos el precio de la vivienda es un 59,7% más alto que en el pico

de la burbuja de 2007-2008 y en Canadá un 109%. En España los precios todavía están significativamente por debajo del pico de la burbuja. Otro factor de protección, en este caso extensible a otros mercados, es el hecho de que en los últimos años muchas de las hipotecas firmadas han sido a tipo fijo, lo que reduce el efecto del aumento de tipos. Además, en España los créditos hipotecarios han crecido más

En España, los precios aún están significativamente por debajo del pico de la burbuja

lentamente que en la media de la zona euro y la calidad del crédito se mantiene alta. Finalmente, la enorme volatilidad de los mercados financieros vuelve a hacer muy atractiva la vivienda como inversión y, en España, esta visión de activo seguro es más generalizada que en muchos otros países.

Estos factores mitigarán el impacto negativo de la pérdida de impulso de los factores pospandémicos y evitarán que pueda producirse una debacle inmobiliaria como la causada por la crisis financiera. De hecho, las previsiones en el caso español indican que el crecimiento de los precios no variará en exceso

en los próximos dos años, a diferencia de otros países. El único factor que ensombrecería mucho el futuro del sector sería que los problemas actuales derivaran en una recesión que produjera una sustancial pérdida de empleo.

Algunos hablan ya de un septiembre negro tras un verano luminoso. En este caso sabemos que la economía española es la campeona en la destrucción de empleo en las recesiones y este factor sería mucho más relevante que la subida de tipos. El futuro inmobiliario español es incierto pero, en ningún caso, catastrófico.

Catedrático de Economía de la UPF