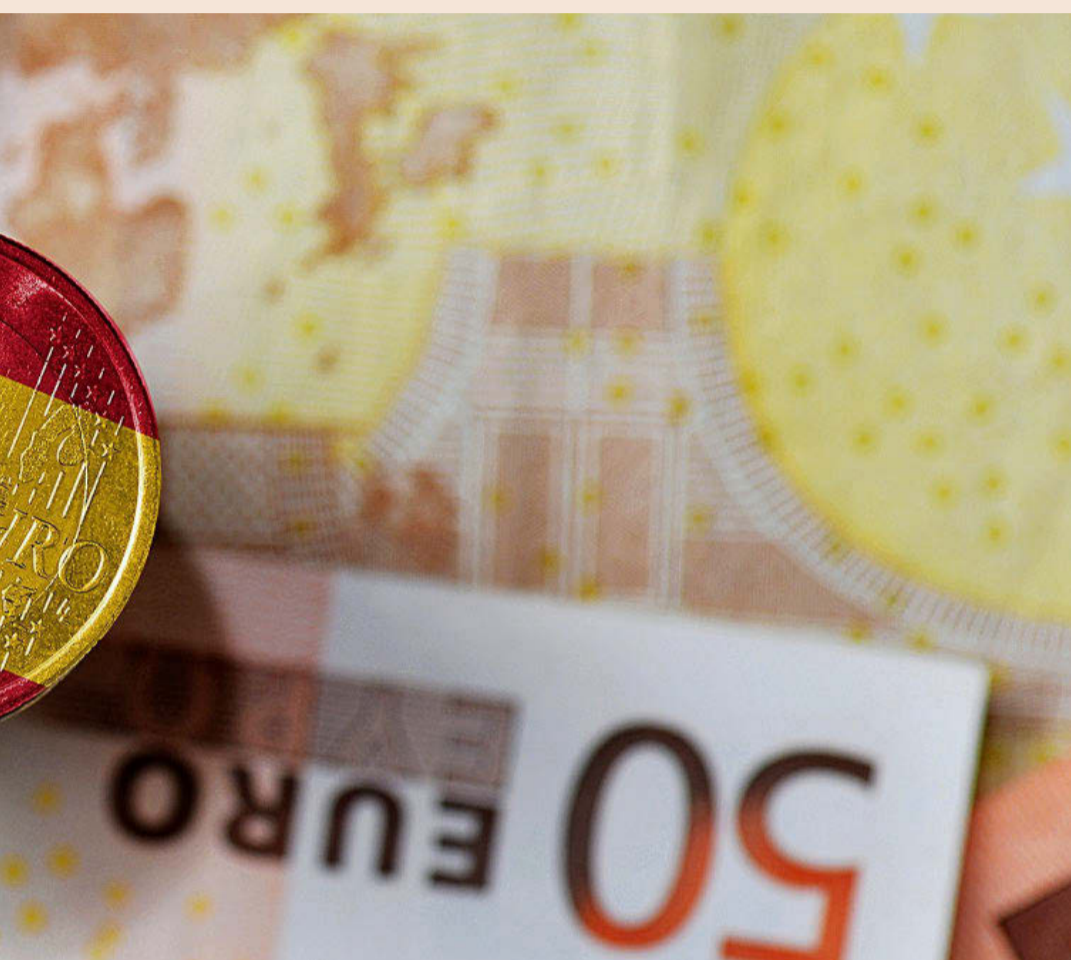


un fin de año de máxima incertidumbre



cesión, bien a finales de 2022 o en el primer trimestre de 2023, la inflación va a seguir siendo elevada, y los riesgos energético y financiero pueden empeorar la situación de forma notable y a una velocidad elevada.

España: La peor recuperación y una de las economías más vulnerables

España es el único país europeo que no ha recuperado los niveles de riqueza previos a la crisis del Covid-19. Además, tiene la mayor inflación de entre las economías europeas comparables, la mayor tasa de paro, uno de los mayores déficit y endeudamiento y acumula vulnerabilidades que no debemos obviar.

En este contexto, se ha instalado un sentimiento pesimista acerca del otoño en la economía española, ante el cual debemos realizar un análisis riguroso y equilibrado.

España va a entrar en recesión. Esto es algo natural, después de varios meses en los que los indicadores más importantes (mercado laboral, demanda doméstica, etc.) reflejaban valores de fin de ciclo y los de coyuntura una clara desaceleración.

Esto, sin embargo, no significa que este otoño volvamos a ver situaciones similares a 2011/2012, por varias razones:

Primero, ni tan siquiera está claro que la recesión se va-

ya a producir este año. De hecho, mi escenario base pasa por una revisión a la baja del dato de PIB correspondiente al segundo trimestre del año, un tercer trimestre muy débil pero en positivo, y el primer dato negativo en el último trimestre del año.

Los últimos datos del mercado laboral que hemos conocido afianzan esta hipótesis, aunque debemos tener en cuenta la destrucción de empleo artificial creado por los contratos fijos discontinuos. La recesión en el sector manufacturero y la debilidad de los servicios es un hecho.

Segundo, porque no hay ni un solo indicador que avance un parón súbito de nuestra economía. La desaceleración es evidente desde principio de año, y es probable que en los últimos meses veamos los efectos de pérdida de renta disponible. Pero eso es compatible con una recesión ligera (caída de en torno al 1% en 2023), frente a la caída superior al 3% de 2009 y 2012.

Tercero: Lo que vamos a ver a nivel financiero es un proceso de normalización. Nada más y nada menos. Es probable que se disparen las insolvencias empresariales por el fin de la moratoria de los créditos ICO y que la prima de riesgo se incremente. Según el Banco de Pagos Internacionales, nuestra prima de riesgo el año pasado debería haber tocado los 150 puntos básicos. O, dicho de otra manera, lo que queda en los últimos meses del año no es un deterioro adicional de las condiciones financieras, es

tener consciencia del estado real de nuestra economía.

Y cuarto, porque aún no hay ni un solo indicador, ni en España ni en ningún lugar del mundo, que nos permita avanzar un escenario de crisis financiera (que fue lo que ocurrió en 2011) inminente con un grado de certeza elevado.

Lo anterior, sin embargo, no debe hacernos bajar la guardia ni caer en la auto-complacencia. Por primera vez desde la gran crisis, en junio el coste de las nuevas emisiones de deuda pública (1,8%) ya superó el coste de la deuda en circulación (1,6%). Somos uno de los países más dependientes del BCE, y eso nos hace vulnerables ante la retirada de estímulos en los próximos meses y ante cualquier empeoramiento de las condiciones financieras internacionales.

En resumen, mi escenario está lejos de la catástrofe que muchos anuncian. El PIB de España podría caer un -1,3% en 2023 y la inflación estabilizarse en torno al 8%. No obstante, si alguno de los riesgos (especialmente el financiero) cristaliza, el deterioro será súbito. Hemos tenido la oportunidad durante años de hacer reformas que fortalecieran nuestra economía, y ahora tenemos la de convertirnos en el proveedor energético de referencia en Europa. Las hemos dejado pasar todas, y estas son las consecuencias.

Consultor Estratégico y presidente de Acción Liberal Think Tank For Freedom

nancieras.

El segundo elemento de interés es la evolución del BCE y su impacto sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Con los datos con los que contamos no hay ninguna razón para pensar que vaya a haber ningún problema en los próximos meses con la deuda privada, pero el incremento de los tipos de interés exigidos a la deuda pública, junto con una retirada progresiva de la compra de

España es el único país europeo que no ha recuperado los niveles de riqueza previos al Covid-19

activos por parte del BCE pueden hacer resurgir la prima de riesgo.

A pesar de que el BCE tan sólo ha subido los tipos un 0,75%, los bonos del Tesoro a 2 años en Alemania y Francia

están en niveles de 2011 y en Italia en 2013. Nuevas subidas de tipos son previsibles en lo que queda de año, empezando probablemente con 75 puntos básicos en septiembre, lo cual nos conduce al último punto relevante: la inestabilidad política en Italia. Los resultados de las elecciones de septiembre son cruciales para la estabilidad en la zona Euro.

En definitiva, no podemos descartar una entrada en re-

perfecta

tugal y España. El BCE no quiere que se produzca una fragmentación similar a la de 2011 y 2012, o en el inicio de la pandemia en marzo de 2020. Pero la realidad es que la institución está impidiendo que las fuerzas del mercado apliquen disciplina a la política gubernamental en estas naciones más endeudadas, permitiendo así que las diferencias económicas y fiscales empeoren. Todo ello ha hecho que el banco descuide su única responsabilidad legal: estabilizar los precios.

Al igual que muchos otros bancos centrales del mundo desarrollado, el BCE calificó a la inflación incipiente como un fenómeno global, del lado de la oferta, y temporal, y puede que

esto siga siendo así. Sin embargo, esto fue lo que pasó en gran medida en la década de 1970, pero la falta de respuesta adecuada por parte de las autoridades monetarias durante ese tiempo dio lugar a espirales desbordadas de precios y salarios, que acabaron causando un daño terrible en las economías occidentales. Las lecciones aprendidas condujeron a los modernos regímenes de objetivos de inflación. Sabíamos entonces, como sabemos ahora, que no toda la inflación es igual y que la política monetaria es un instrumento increíblemente contundente. Sin embargo, es la psicología de la inflación la que resulta fundamental para la autopropropagación de los cambios drás-

ticos de precios. Independientemente de la causa, si las presiones inflacionistas no se controlan, pueden dar lugar, y lo harán, a cambios de comportamiento que pueden transformarse en una profecía autocumplida: si los consumidores creen que los precios van a subir, compran ahora, lo que provoca una escasez que, a su vez, hace que el precio suba.

Los bancos centrales llevan décadas ganando credibilidad. Quedarse de brazos cruzados mientras la inflación se desborda en la economía es olvidar esas lecciones y destruir esa credibilidad. Así que hay una presión inmensa para actuar.

Sin embargo, la realidad es que el

crecimiento de los salarios no ha igualado el aumento de los precios, por lo que los ingresos reales de los consumidores se están reduciendo. El endurecimiento de la política monetaria mediante el aumento de los tipos hará recaer sobre los consumidores una deuda adicional así como los costes de hacer frente a los pagos hipotecarios.

El BCE se enfrenta, pues, a un complicado dilema. Mantener una política monetaria acomodaticia para no agobiar a los consumidores y esperar que la inflación caiga antes de que los comportamientos y las demandas salariales empiecen a reaccionar ante unas expectativas de inflación cada vez más desancla-

das, una estrategia que podría significar mejores resultados económicos inmediatos, pero un mayor daño económico en el futuro. O bien, endurecer la política monetaria hoy para evitar que se forme una espiral salarial perjudicial en el futuro, pero, al hacerlo, esto podría inclinar a una economía ya en recesión hacia un malestar de depresión y asestar un golpe potencialmente fatal a los rendimientos de los bonos y a los diferenciales de los países más endeudados dentro de la unión monetaria. El gobierno italiano no podría haber colapsado en peor momento para el BCE.

Director de Inversiones, abrdn