

# 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