

Carta de la Redacción

El deterioro de las expectativas económicas provocado por la crisis energética y la inflación, el giro de la política monetaria y las tensiones geopolíticas dibujan un panorama cada vez más incierto que tiene su reflejo en un conjunto de previsiones que nos aproximan al riesgo de recesión. El panel de Funcas apunta a un crecimiento muy débil del 0,1 % en el tercer trimestre de 2022 seguido de una caída de dos décimas en el cuarto trimestre. Esta fuerte desaceleración se trasladaría a 2023, año en el que la previsión de consenso se sitúa en una media anual del 1,9 %. En este contexto resulta pertinente preguntarse por el comportamiento presente y futuro del mercado de la vivienda, cuyos delicados antecedentes son siempre motivo de referencia comparativa con la situación de cada momento. Los últimos datos disponibles muestran que, pese al frenazo de la actividad económica, el mercado sigue expandiéndose tanto en lo que se refiere al número de transacciones como a los precios, aunque también se advierten síntomas de moderación. Como señala **RAYMOND TORRES** en su artículo, a pesar de la pérdida de capacidad de compra generada por la inflación, los excedentes de ahorro acumulados durante la pandemia y la evolución relativamente favorable del empleo siguen impulsando la demanda, y el incremento de precios durante 2022 podría situarse en el entorno del 6 % en media anual. Este ciclo alcista, sin embargo, se sitúa aún a bastante distancia del cénit de la burbuja inmobiliaria de hace quince años y podría estar alcanzando un punto de inflexión debido principalmente a la subida del euríbor, que actúa como referencia principal del mercado hipotecario. El esfuerzo financiero de los hogares supera ya ligeramente la media histórica y solo cabe esperar una moderación de la demanda a medida que aquel se incrementa. Cabe concluir, por tanto, que ante el encarecimiento de las

condiciones de financiación el mercado de la vivienda en España no tardará en debilitarse, sobre todo a partir de 2023. Sin embargo, no nos asomamos a un fuerte repunte de la morosidad ni a un parón del mercado y la evolución de los precios estará muy en línea con la renta disponible de los hogares, compatible además con ratios prudenciales en concepto de cargas financieras con relación a sus ingresos.

¿Cómo puede afectar la subida del euríbor al margen de intermediación bancario? A lo largo de más de cinco años el euríbor a doce meses ha permanecido en terreno negativo, comprimiendo a la baja los márgenes de intereses de la banca ante unos activos cuya rentabilidad no cesaba de bajar y unos depósitos a los que era prácticamente imposible aplicar tipos negativos. El cambio radical en la política monetaria de los principales bancos centrales se ha dejado sentir, incluso con mayor celeridad de la prevista, en los tipos de interés del mercado interbancario. La expectativa de crecimiento de los márgenes bancarios ante la subida progresiva de los tipos de interés es muy posible que no se materialice de forma inmediata, ni tampoco en la misma proporción que el precio del dinero. Es de esperar que una subida de los tipos de referencia en el mercado interbancario se traslade, con mayor o menor velocidad e intensidad, al margen de intermediación. El propio Banco Central Europeo se refería en su último Informe de Estabilidad Financiera al impacto esperado de un desplazamiento hacia arriba de la curva de tipos sobre la rentabilidad del capital de las entidades europeas. Pero dicha traslación se encuentra con dos tipos de frenos. En primer lugar, porque los cambios en las condiciones macroeconómicas y financieras que acompañan a la normalización de los tipos de interés nos remiten a un entorno repleto de incertidumbres, entre las que cabe

destacar un proceso inflacionista grave, una amenaza de recesión económica y la debilidad financiera de gran parte del tejido empresarial de numerosos países. Y en segundo lugar, porque el ritmo de reprecación es más lento para los activos bancarios, principalmente los préstamos hipotecarios, que para los pasivos, lo que daría lugar a un efecto inicial de caída en el margen, previo a su posterior recuperación.

El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ analiza la evolución que puede seguir la actividad bancaria en España tras la subida de los tipos de interés. Si bien pueden existir oportunidades de aumento de los resultados bajo una mejor evaluación del binomio rentabilidad-riesgo, el contexto en el que se produce este cambio de ambiente monetario es ciertamente complicado. Y no solo por efecto de las variables macroeconómicas o las presiones competitivas de otros competidores del mundo tecnológico, sino también, en el interior mismo del negocio bancario, porque habrá que prestar atención a la viabilidad de muchas empresas ante el aumento del coste de financiación, así como a la evolución de la morosidad de los préstamos con avales públicos y a la finalización de las moratorias de crédito. Se trata de riesgos arrastrados desde la crisis financiera internacional en gran parte y provenientes en otro caso de las políticas de apoyo a la liquidez implementadas durante la crisis pandémica.

La relación directa entre el nivel de tipos y el margen se ve corroborada por la evidencia histórica, como indican en su artículo MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ, de modo que a partir de esa relación estructural cabría anticipar un incremento del margen de intermediación de la banca española conforme el euríbor consolide su actual tendencia al alza. Ahora bien, ese efecto positivo sobre el margen no será inmediato, por la distinta sensibilidad que presentan los activos y pasivos del sistema bancario ante una subida de tipos, más lenta en la rentabilidad del crédito (lo que tiene que ver con la existencia de hipotecas a tipo fijo y con el esquema de reprecación vigente en las de tipo variable) que en el coste de los depósitos. El resultado sería un efecto en forma de “J” en el margen, con una ligera caída en los primeros meses, como ponen de relieve los últimos datos publicados por las entidades más representativas, a la que seguiría una tendencia creciente a partir sobre todo de 2023.

En el escenario actual de cambio de la política monetaria, cuando se atisban los efectos que el encarecimiento del crédito puede tener para la economía real, resulta de utilidad echar la vista atrás y

analizar el impacto que ha tenido la política monetaria no convencional de los últimos diez años sobre la financiación del tejido empresarial en los principales países de la eurozona. El artículo de ANTONIO MOTA, DIEGO AIRES, FERNANDO ROJAS y FRANCISCO DEL OLMO estima, en primer lugar, el tipo medio de concesión teórico (*pricing*) y las variables fundamentales que lo componen, y en segundo lugar, la relación de causalidad existente entre la política monetaria y dicho *pricing* mediante la aplicación de funciones impulso-respuesta. En lo que se refiere a la determinación del tipo medio de concesión teórico se toman en consideración la estructura de financiación de las entidades, los gastos operativos, el coste del riesgo asociado y la remuneración al accionista para los sistemas bancarios de Alemania, España, Francia e Italia. A su vez, en el estudio del impacto de las políticas monetarias expansivas sobre el *pricing*, se ofrece una segregación entre grandes empresas y pymes. Los resultados muestran que los programas de compra de bonos corporativos y los programas de liquidez al sector bancario tuvieron predominancia en el abaratamiento de los tipos de concesión a empresas, especialmente a las pymes, desde 2014. La reversión de las políticas monetarias no convencionales en el marco de la lucha contra la inflación derivará en subidas de los tipos de interés, como ya está sucediendo, lo que podría provocar un aumento de las insolvencias empresariales y, como consecuencia, un incremento adicional del tipo de concesión de crédito a empresas.

La ejecución presupuestaria de las cuentas públicas en España en los dos últimos años tiene su principal referencia en el positivo e inesperado comportamiento de la recaudación tributaria, que ha hecho posible una reducción del déficit público a lo largo de 2022 mayor que la que se venía contemplando en las previsiones. Como señala SANTIAGO LAGO PEÑAS en su artículo, factores como los programas públicos de mantenimiento de rentas durante la pandemia, las buenas cifras de empleo y, probablemente, la reducción de la economía sumergida por el impulso de la digitalización, pueden estar detrás de estos resultados en la trayectoria de los ingresos públicos. Sin embargo, las elevadas elasticidades recaudatorias que implica este comportamiento de los ingresos no tienen por qué mantenerse en el futuro, especialmente en un entorno macroeconómico caracterizado por un aumento de la inflación y una fuerte desaceleración de las tasas de crecimiento. El componente estructural del déficit público continuará todavía entre el 3 % y el 4 % del PIB en los dos próximos años, y de no introducirse cambios sustanciales en ingresos y gastos, el déficit total se mantendrá por encima del 4,5 % en 2023 y 2024. El

aplazamiento de la vuelta a las reglas fiscales europeas permite un ligero respiro en la aplicación de planes de consolidación fiscal, pero ello debería ser compatible con definir actuaciones que generen confianza y credibilidad en el compromiso de reducción del déficit y la deuda pública.

La guerra en Ucrania ha afectado de modo singular al suministro de gas ruso a los países de la Unión Europea, hasta el punto de plantear escenarios de racionamiento para los próximos meses. La escalada de precios responde precisamente al riesgo de un corte duradero de suministro que afectaría especialmente a algunos sectores económicos. El plan “Ahorrar gas para un invierno seguro”, diseñado por la Comisión Europea, pretende reducir el uso del gas en Europa en un 15 % entre el 1 de agosto de 2022 y el 31 de marzo de 2023, aunque dicho porcentaje solo sería del 7 % en el caso de España. MARÍA ROMERO y JUAN SOSA identifican en su artículo los sectores productivos más intensivos en consumo de energía y los que son más dependientes del gas procedente de Rusia. La industria metalúrgica, la extracción de productos no energéticos, la industria química y farmacéutica, y otros productos minerales no metálicos son los sectores con mayor dependencia energética en relación con su valor añadido bruto. A su vez, las actividades más dependientes del gas ruso son la industria extractiva, la química y farmacéutica y el sector del transporte y almacenamiento, pero su

dependencia es mucho menor que la de esas mismas actividades en el conjunto de la eurozona. De hecho, España será uno de los países europeos menos castigados por esta situación, aunque no será ajena a la adopción de medidas de reducción del consumo que afectarán al tejido productivo.

Entre las consecuencias derivadas del cambio climático, la subida del nivel del mar es una de las que podrían afectar de forma directa a las propiedades inmobiliarias situadas en las zonas costeras. Aunque las consecuencias distan todavía de haberse materializado, cabe plantearse hasta qué punto las expectativas de los agentes económicos pueden verse afectadas por este tipo de noticias, dando lugar a una reacción de los mercados inmobiliarios sobre los precios de venta de las viviendas y sobre los alquileres. A partir de un experimento natural basado en un informe que alertaba sobre las severas consecuencias del cambio climático en La Manga, RAJDEEP CHAKRABORTI y PEDRO GETE presentan un análisis econométrico que cuantifica los efectos de dicho informe sobre precios inmobiliarios. Su trabajo concluye que los precios de las viviendas cayeron en La Manga entre un 5 % y un 10 % en los meses posteriores al informe, generando además efectos indirectos positivos en ubicaciones vecinas no sometidas al riesgo de subida del nivel del mar. En cambio, los precios de los alquileres no se vieron alterados por el informe.