

Carta de la Redacción

El otoño es tiempo de presupuestos, en las empresas, en las instituciones financieras y en las administraciones públicas. La política económica tiene en los presupuestos públicos un instrumento fundamental para alcanzar los objetivos que se propone, en esa triple función de asignación, distribución y estabilización que hace más de medio siglo acuñara el hacendista Richard Musgrave. En la actual coyuntura, marcada por perturbaciones globales que han dado lugar a una estrepitosa reaparición de la inflación y a una desaceleración de las tasas de crecimiento, la política fiscal puede contribuir a estabilizar la economía en combinación con la política monetaria y a amortiguar los efectos de la crisis sobre los hogares más vulnerables y las empresas con mayor exposición. El problema es graduar la intensidad con la que los presupuestos se aplican en esa tarea, teniendo en cuenta además los límites de una gestión responsable y las restricciones asociadas a la sostenibilidad financiera de las cuentas públicas. Navegar en esos estrechos márgenes no es nada fácil, cuando el horizonte inmediato se abre a una probable recesión y donde la observación de los datos más inmediatos aconseja conducirse con prudencia y con capacidad de reacción para corregir el rumbo cuando sea necesario.

El *shock* inflacionista y sus efectos sobre la capacidad de gasto de los hogares y la inversión de las empresas es el principal factor de debilitamiento de la actividad económica en el conjunto de la eurozona y en España. Adicionalmente, la senda de subidas de tipos por parte de los principales bancos centrales con el objetivo de moderar las expectativas de inflación y evitar los efectos de segunda ronda enfriará la economía, que, casi con toda probabilidad, entrará en recesión a finales de este año o comienzos del siguiente. El artículo de RAYMOND TORRES

y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ presenta las últimas previsiones de Funcas. Tanto la demanda interna como la externa, la primera por el estancamiento del consumo y la desaceleración de la inversión, y la segunda por el enfriamiento de la economía internacional, entrarán en una fase recesiva que se espera de corta duración. En promedio anual, la tasa de crecimiento del PIB estará en torno al 0,7 %, mientras el empleo aún mantendrá registros positivos, la tasa de paro permanecerá alrededor del 12 % y la inflación se situará ligeramente por encima del 5 %. Aunque los riesgos financieros son por el momento moderados, el ritmo que adopte la normalización de la política monetaria en el contexto inflacionista en que se encuentra la eurozona podría dar lugar a una mayor duración de la fase recesiva.

En este marco, los Presupuestos Generales del Estado para 2023 (PGE-2023) desempeñan un papel muy relevante, tanto en su faceta de provisión de bienes y servicios públicos como en su propósito de amortiguar los efectos de la crisis energética y de la inflación sobre los sectores más vulnerables. Desde el punto de vista de las políticas macro, sin embargo, si la orientación de la política fiscal se relaciona con la evolución del déficit estructural, en la actual fase del ciclo cabría plantear una política fiscal neutral o levemente contractiva que apoyase los esfuerzos de la política monetaria para la estabilización de la economía y que iniciase un proceso de consolidación fiscal a medio plazo. El artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS analiza los principales agregados de los PGE-2023 a partir de los dos principales documentos presentados por el Gobierno: los propios Presupuestos que se tramitan en el Congreso y el Plan Presupuestario enviado a la Comisión Europea. La principal diferencia está en la inclusión o no de las medidas desplegadas en 2022 para afrontar la crisis energética y los efectos

de la inflación. Porque dependiendo de cómo se concrete ese paquete fiscal, el impacto presupuestario podría añadir más de un punto porcentual a las cifras de déficit. En los términos previstos en los PGE-2023 la política fiscal podría calificarse como neutral, pero una aplicación generalizada de las actuales medidas anticrisis en 2023 entraría en contradicción con los objetivos de contención de la inflación. Es preciso, por tanto, acotar la dimensión y los beneficiarios de las ayudas para paliar los efectos de la actual coyuntura, atendiendo también al coste y a su impacto redistributivo.

En esta línea, DESIDERIO ROMERO-JORDÁN realiza una presentación de las principales cifras de ingresos y gastos de los PGE-2023, con especial atención a las medidas recaudatorias. El grueso del impacto de dichas medidas sobre los ingresos se centra en los nuevos gravámenes sobre las empresas energéticas y las entidades financieras, la limitación de la compensación de pérdidas entre matriz y filial en el impuesto sobre sociedades, y el impuesto de solidaridad de las grandes fortunas. No es descartable, sin embargo, que la tramitación parlamentaria altere algunos de los elementos de estas figuras tributarias y reduzca, por tanto, sus previsiones de recaudación. A su vez, con la intención de corregir la que se ha venido denominando “progresividad en frío” generada por la inflación, el proyecto de Ley de Presupuestos realiza algunas correcciones en el IRPF que favorecen el tratamiento fiscal de las rentas más bajas, aunque compensa la pérdida de ingresos con aumentos en la tributación de las rentas del ahorro y con una elevación del tipo marginal para las rentas más altas. También aquí se echa de menos una reconsideración más a fondo del sistema fiscal español en línea con los compromisos adquiridos en el marco del programa *Next Generation EU*.

El análisis de las cuestiones presupuestarias concluye con el artículo de EDUARDO BANDRÉS MOLINÉ sobre los presupuestos de la Seguridad Social. Su relevancia se pone de manifiesto por dos razones principales: por una parte, por su volumen, más del 41 % del gasto consolidado de los PGE-2012; y por otra, porque el horizonte de las finanzas públicas a medio y largo plazo tiene en la Seguridad Social, y más concretamente en el sistema de pensiones, un elemento determinante de su sostenibilidad. En los tres últimos años, el desequilibrio presupuestario de la Seguridad Social se ha subsanado en parte con el aumento de las transferencias del Estado, de modo que los impuestos representan actualmente un 20 % de los ingresos de la Seguridad Social, y en parte también con préstamos del Estado para financiar el déficit. Más allá de la resolución de

un problema de insuficiencia de recursos, el mayor peso de la financiación mediante impuestos afecta a la propia naturaleza del modelo contributivo de reparto. Y cubrir el desequilibrio financiero con impuestos equivale a traspasar el déficit al Estado, aumentando así el déficit estructural del conjunto de las administraciones públicas. Especial relevancia adquiere en este contexto la generalizada revalorización de todas las pensiones públicas que, junto con el aumento del número de pensionistas y de la pensión media, desborden muy probablemente las previsiones de gasto para 2023. El problema de fondo sigue estando en el déficit presente y futuro del sistema contributivo de la Seguridad Social, y en la necesidad de arbitrar medidas, también por el lado del gasto, que corrijan esa situación.

Tras este primer bloque de artículos de temática presupuestaria, los cuatro artículos siguientes hacen referencia a las cuestiones monetarias y financieras de la actual coyuntura. El primero de ellos, de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, analiza cómo está afectando la subida de tipos de interés impulsada por el Banco Central Europeo en los mercados europeos de crédito. En España, el crédito se ha desacelerado y ya se detecta una cierta retracción de la financiación, singularmente en el segmento de la vivienda, aun cuando los tipos medios hipotecarios están entre los más bajos de la eurozona y desde una perspectiva histórica estamos aún en una situación de costes moderados. En cuanto a la financiación a empresas, el comportamiento es más desigual, y tras el notable avance propiciado por los avales del ICO durante la pandemia, asistimos a un crecimiento moderado y desigual por sectores. La situación bancaria revela una ligera mejora de las ratios de rentabilidad, aunque todavía se encuentran en cuotas muy modestas, y también un reforzamiento de sus indicadores de solvencia. La subida de tipos y la desaceleración de la economía en un contexto de elevada incertidumbre podrían, sin embargo, afectar a las tasas de morosidad, especialmente en los sectores más expuestos al impacto de la crisis.

El mantenimiento del flujo del crédito en las especiales condiciones económicas que han atravesado las economías de la eurozona durante la pandemia tiene mucho que ver con las facilidades de liquidez proporcionadas por el BCE a través de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, más conocidas como *TLTRO*. Sin embargo, el alineamiento de este tipo de operaciones con la nueva política monetaria antiinflacionista ha dado lugar a una modificación del método de cálculo de su coste de financiación, reduciendo la brecha entre dicho coste

y la rentabilidad obtenida de la colocación de los saldos vivos de las *TLTRO* en la facilidad de depósito. El artículo de MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ analiza la capacidad de devolución de estos fondos por parte de los sectores bancarios europeos, que en todo caso se prolongará a lo largo de las distintas ventanas de amortización disponibles. La conclusión es que tanto la banca europea como la española presentan un nivel de activos líquidos suficientes para hacer frente al reembolso de las *TLTRO* sin provocar desequilibrios en sus balances. Y en cuanto a los posibles efectos de la desaparición de esta fuente de financiación bancaria sobre el crédito al sector real de la economía, no deberían existir problemas de liquidez, habida cuenta, por una parte, de la previsible desaceleración de la demanda de crédito ante la caída de la actividad económica, y por otra, de la existencia de reservas suficientes a las que pueden unirse las emisiones a realizar en el mercado.

A modo de reflexión general sobre el actual curso de la política monetaria, el artículo de IGNACIO EZQUIAGA señala cómo el proceso de normalización monetaria iniciado hace meses por el Banco Central Europeo, se desarrolla en el momento presente en una situación nada normal. Entre otras cosas, porque la economía europea se encuentra sometida a tensiones geoestratégicas que sobrepasan el marco interno de referencia en el que se desenvuelve la política económica, pero también porque la naturaleza de la inflación subyacente en la eurozona dificulta su corrección provocando una desaceleración de la economía. El punto de partida es conocido —tipos cero o negativos—, lo difícil es determinar cuál es el punto de llegada, el *terminal rate*. Por el momento, la subida de los tipos de referencia y el inicio de la retirada de estímulos instrumentados en el pasado mediante los programas de compra de activos y las operaciones de refinanciación a largo plazo (*TLTRO*) son un mensaje claro de determinación frente al riesgo de que las expectativas de inflación se desanclen. La

mayor beligerancia del BCE después del verano revela que la acción monetaria estaría siendo más resuelta que prudente, si bien el conocido esquema de *forward guidance*, que tanto se utilizó en el pasado reciente, estaría dando paso a una estrategia en un esquema de “reunión a reunión”, donde los datos de cada momento marcarán los pasos a seguir. Las previsiones de recesión de la eurozona y la probable desescalada de la inflación en el segundo trimestre del próximo año aconsejarían una cierta pausa en el proceso de ajuste de los tipos de interés, que evitase una recesión más prolongada.

Como decíamos anteriormente, uno de los riesgos que se deducen de las previsiones económicas para los próximos trimestres es el repunte de morosidad. Si bien por el momento la tasa de morosidad de la banca española y europea es incluso inferior a la existente antes de la pandemia —en parte por las medidas adoptadas para paliar el impacto de la crisis—, el análisis desagregado a nivel sectorial muestra importantes diferencias, como pone de relieve el artículo de JOAQUÍN MAUDOS. Así por ejemplo, la tasa de morosidad es mayor en los préstamos a las empresas que a los hogares; en el primer caso es sustancialmente mayor en las pymes y en el segundo, menor en las hipotecas. Los efectos de las medidas de restricción a la interacción social y a la movilidad durante la pandemia afectaron de modo especial a sectores como los relacionados con las actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento, y a la hostelería, que son los que presentan mayores tasas de morosidad en la actualidad. Sea como fuere, el endurecimiento de las condiciones de financiación en los próximos meses puede hacer mella en los sectores más expuestos a la crisis energética, y también en los hogares que realizan un mayor esfuerzo financiero en sus hipotecas, incidiendo negativamente en sus compromisos de pago. Las advertencias de los supervisores aconsejan, por tanto, reforzar las provisiones bancarias para hacer frente a esas posibles contingencias.