

Carta de la Redacción

La evolución de la economía española en los próximos trimestres dependerá de la fuerza de dos factores contrapuestos. Por una parte, la desescalada de los precios de los productos energéticos importados, la normalización del turismo internacional y la ejecución de los fondos europeos favorecen una trayectoria positiva de la economía. Por otra, el endurecimiento de la política monetaria, el retorno de las reglas fiscales, el agotamiento de los excedentes de ahorro y la pérdida de poder adquisitivo de los hogares provocarán un efecto de ralentización del crecimiento, que tal como apuntan las previsiones de consenso del panel de Funcas podría situarse en el 1,7 % en 2023 y en el 1,8 % en 2024.

Entre tanto, las subidas de precios soportadas a lo largo de 2021 y el primer semestre de 2022 habían colocado a la inflación en el centro de los problemas económicos del país, por lo que supone de deterioro de los términos de intercambio del conjunto de la economía y por los efectos de la respuesta de la política monetaria sobre la tasa de crecimiento. La posterior desaceleración de la inflación a partir de mediados de 2022, como consecuencia de la caída de los precios de la energía y de la reorganización de las cadenas globales de suministro —que estuvieron en el origen de los primeros brotes inflacionistas tras la pandemia—, abre un nuevo escenario en el que la evolución de los precios estará muy determinada por la trayectoria que sigan los salarios y los márgenes empresariales, los denominados efectos de segunda ronda.

El artículo de RAYMOND TORRES realiza una estimación de la senda de inflación para los próximos tres años, tomando como base el impacto de salarios y excedentes empresariales sobre el deflactor del PIB, que es el indicador que mejor aproxima las dinámicas

inflacionistas internas. Hasta la fecha, el incremento del deflactor del PIB entre el segundo trimestre de 2021 y el primero de 2023 se explica, sobre todo, por la recuperación de los márgenes empresariales, que se habían visto afectados muy negativamente por el parón de la actividad durante el confinamiento. Bajo el supuesto de estabilización de los precios de la energía y de otros bienes importados —sin ningún *shock* de oferta, por tanto— el excedente de explotación aportaría 2,8 puntos al deflactor del PIB en el presente ejercicio, mientras que para 2024 y 2025 serían 1,8 y 1,2 puntos respectivamente. Por su parte, la evolución esperada de los salarios, junto con el leve avance de la productividad, redundaría en un incremento de los costes laborales unitarios que, ponderados con el peso de los salarios en el PIB, darían como resultado una aportación al deflactor del PIB de 1,9 puntos este año y 1,7 y 1,3 en los dos siguientes. En suma, la previsión realizada sitúa el aumento del deflactor del PIB en el 4,7 %, 3,5 % y 2,5 % en los próximos tres años, todavía por encima del 2 % fijado por el BCE como objetivo central de su política monetaria.

La reaparición de la inflación en 2021 y su agravamiento posterior en 2022, tras un largo periodo de estabilidad de precios, han golpeado con fuerza la capacidad adquisitiva de los hogares españoles. Pero el impacto concreto sobre cada uno de los hogares está relacionado, de modo principal, con la composición de su cesta de consumo, algo que depende de factores como el nivel de renta, el tipo de municipio, la estructura familiar o la situación socioeconómica, tal como pone de manifiesto el artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN. La estimación del correspondiente índice de precios de consumo para cada hogar de la muestra de la *Encuesta de Presupuestos Familiares* revela que en 2021 y 2022

la inflación incidió con mayor intensidad en los hogares con menor capacidad de gasto. La clave principal radica en el peso diferente que tienen en cada hogar los grupos de gasto más afectados por la inflación: alimentos, energía, carburantes, y hostelería y restauración. El peso agregado de estos cuatro grupos de bienes tiene un perfil claramente decreciente con el nivel de gasto. En conjunto, el 70 % de hogares en 2021 y el 80 % en 2022 tuvieron una inflación superior a la media. En este último año, los hogares situados en el primer decil de gasto equivalente soportaron crecimientos de precios superiores, en media, al 10 % interanual, mientras los ubicados en el decil con mayor capacidad de gasto tuvieron una inflación inferior al 8 %. La incidencia de la inflación también varía por comunidades autónomas. Las dos Castillas, Extremadura, Galicia, La Rioja y Aragón —buena parte de las provincias más afectadas por la despoblación— soportaron subidas de precios por encima de la media nacional. Los resultados muestran también que la inflación fue más intensa en los municipios pequeños, en los hogares formados por una sola persona mayor de 65 años y en las zonas rurales.

El impacto de la pandemia sobre las finanzas de los hogares españoles fue relativamente moderado gracias al efecto compensador de las prestaciones sociales (ERTE, prestaciones para autónomos, incapacidad temporal); fueron las rentas empresariales las que soportaron el grueso del impacto en términos del excedente bruto de explotación y del aumento de su nivel de endeudamiento. El artículo de MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ examina las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2022, un año caracterizado por la casi completa normalización de la actividad económica tras la crisis sanitaria, pero marcado por la crisis energética e inflacionista derivada de la guerra en Ucrania. En el caso de los hogares, el crecimiento del consumo nominal por encima del correspondiente a la renta disponible, aunque todavía arrojó una tasa de ahorro ligeramente superior a los niveles prepandemia, dio por finalizada la generación de sobre ahorro que se había producido en los años anteriores. En lo que se refiere a las empresas, el año 2022 ha sido el de la recuperación del excedente bruto de explotación del golpe sufrido en 2020, habiendo aumentado un 24 % respecto al año anterior, si bien las rentas empresariales presentan aún un crecimiento menor que las de los hogares en comparación con la situación anterior a la crisis sanitaria, lo que se explica en parte por el mayor incremento que han sufrido los impuestos soportados por las empresas.

Los episodios de inestabilidad financiera acaecidos durante el mes de marzo son en buena medida consecuencia de la interacción entre el rápido e intenso endurecimiento de la política monetaria y las vulnerabilidades de algunas entidades, que no fueron identificadas a tiempo por las autoridades supervisoras. Pero más allá de los casos concretos de crisis de algunos bancos, el problema es el riesgo de contagio financiero, que podría afectar especialmente a los intermediarios financieros no bancarios, la denominada banca en la sombra. SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ ponen el acento en la necesidad de clarificar quién es quién y en afrontar una distribución de responsabilidades entre bancos, hogares, empresas y autoridades, que evite nuevos episodios de inestabilidad. Desde esa óptica de clarificación, la posición de los bancos españoles muestra una mejoría de los ratios de capital, una ratio de cobertura de liquidez muy por encima del requisito regulatorio y una ratio de préstamos dudosos que sigue disminuyendo. Aunque es difícil establecer comparaciones y el entorno de mercado es muy volátil, el rendimiento bursátil a un año del sector bancario español presenta un comportamiento relativo claramente más positivo que el promedio europeo y el norteamericano.

La escalada del euríbor a 12 meses desde comienzos de 2022, y su entrada en valores positivos tras más de cinco años en terreno negativo, ha tenido una traslación asimétrica a los dos lados del balance de los bancos españoles, con una incidencia más rápida e intensa en los tipos de concesión de préstamos que en los de captación de depósitos. El trabajo de MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ estima, en primer lugar, la función de respuesta de esos dos segmentos del negocio bancario a la variación del euríbor y argumenta, en segundo lugar, por qué se está produciendo ese desfase. La discordancia existente entre el reprecio del activo y del pasivo ante subidas y bajadas de los tipos de referencia ha sido una constante a lo largo de los años; se trata de una gestión del margen de intermediación que tiene que ver con el equilibrio entre rentabilidad y liquidez. De hecho, en un contexto de demanda de crédito débil como el actual, la posición de liquidez de la banca española es mucho más holgada que en el pasado, con cuantiosos remanentes provenientes, en parte, de las políticas monetarias expansivas de estos últimos años. Por otra parte, la volatilidad e incertidumbre asociadas a la evolución futura de los tipos determinan una respuesta prudente de la traslación a depósitos por los efectos dañinos que pudiera tener una reversión de la tendencia alcista de los tipos. Téngase en cuenta que

la sensibilidad de la cuenta de resultados a los tipos de interés está también ligada a los efectos de la inflación sobre los costes de transformación y al posible deterioro de la calidad crediticia y el consiguiente impacto sobre los saneamientos. En todo caso, la cautela de la banca en la gestión de sus tipos activos y pasivos estará condicionada por la composición de la cartera de clientes de cada entidad y por cómo se desarrolle la presión competitiva en el conjunto del sector.

El artículo de JOAQUÍN MAUDOS complementa este análisis de los efectos de la subida de tipos de referencia y del euríbor, refiriéndose a las condiciones de acceso a la financiación bancaria de hogares y empresas en España, dentro del contexto europeo. A modo de resumen, la traslación del aumento del euríbor a los tipos de interés del préstamo bancario desde enero de 2021 ha sido mayor en las empresas que en las familias, pero en ambos casos ha sido menor en España que en la eurozona. Ahora bien, en relación con los nuevos préstamos, la información más reciente de marzo de 2023 sitúa los tipos de concesión a hogares, tanto para compra de vivienda como de consumo, por encima de la eurozona. En ambos casos la banca ha endurecido sus criterios como consecuencia del deterioro de la actividad económica, la menor solvencia de los prestatarios y la menor tolerancia al riesgo de los bancos. Factores parecidos explican también el endurecimiento de los estándares de concesión a las empresas, a los que habría que añadir en este caso los requerimientos de más garantías. Por el momento, y hablando en términos generales, la subida de tipos

no debería ser especialmente preocupante, dada la posición financiera de la mayor parte de empresas y familias, si bien existen colectivos vulnerables en los que el servicio de la deuda puede suponer un elevado porcentaje de su renta y para los que la ampliación del código de buenas prácticas —caso de los hogares con hipotecas—, siendo una medida adecuada, podría resultar insuficiente.

Entre los instrumentos diseñados para la implementación en España de los fondos europeos *Next Generation EU*, ocupan un lugar destacado los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE). El volumen de inversión pública destinado a los PERTE declarados hasta la fecha equivale a la cuarta parte de los fondos *Next Generation* que podrá captar España. ANA MARÍA DOMÍNGUEZ y MARIOLA GOMARIZ repasan en su artículo el estado de situación de los PERTE, con especial referencia a su grado de ejecución, muy condicionado por dificultades que tienen que ver con los requisitos de las convocatorias, el marco regulatorio o los requisitos de gestión, que limitan especialmente la participación de las pequeñas y medianas empresas. Las autoras realizan algunas propuestas para facilitar la canalización de los fondos, aumentar su eficacia, e involucrar a un mayor número de pymes y mejorar su impacto sobre la modernización y competitividad de la economía española. Finalmente, cabe también señalar que los procesos electorales en curso y la consiguiente interinidad podrían ralentizar la ejecución de los fondos en los próximos meses.