

Carta de la Redacción

Del otoño climatológico se anhela el agua. Del económico y financiero se comienza a revelar qué cosecha recogen unos tipos de interés elevados que han sido el principal instrumento de política monetaria desde hace ya más de un año. El equinoccio otoñal divide la luz y la penumbra en partes iguales. El monetario aún debe dilucidar si las sombras que imponen mayores costes financieros pueden acabar iluminando una inflación moderada. Sucede todo esto tras unos años en los que casi tres generaciones de españoles se han incorporado al mercado de trabajo sin saber lo que era un entorno donde se pagaba por endeudarse y se remuneraba ahorrar. También es posible que la subida de tipos haya revelado lo que algunos estudios académicos han identificado históricamente como pérdida de memoria institucional. En particular, el hecho de que ya hubo tipos de interés elevados (bastante más, de hecho) en el pasado en España pero hace tanto tiempo (previo a la Unión Monetaria) que no lo recordamos. Lo que ahora se está viviendo es una época de normalización acelerada. Un endurecimiento en las condiciones financieras en pocas sentadas contundentes. La inflación no ha dejado espacio para administrar pequeñas dosis espaciadas en el tiempo. En el plano de la economía real, España resiste impulsada por el sector servicios. Así lo han revelado los datos macroeconómicos posvacacionales, pero las previsiones que los acompañan advierten de que los tiempos venideros pueden ser algo más aciagos. El tono restrictivo de la política monetaria, con sus mayores costes financieros, es unas de las principales causas.

El artículo que da entrada a este volumen, El ascenso de los tipos de interés, el exceso de liquidez y el balance del *BCE*, de IGNACIO EZQUIAGA y JOSÉ MANUEL AMOR, hace balance del trasunto de la política monetaria desde

la crisis financiera hasta hoy. El instrumento principal de política monetaria de la eurozona, el balance del Banco Central Europeo (*BCE*), ha experimentado transformaciones significativas, asumiendo un papel protagonista que trasciende su función tradicional y se adentra en esferas como la estabilidad financiera. Tras una política monetaria de acomodación de quince años, 2022 marcó el comienzo de la normalización, señalando el fin de un prolongado período de crisis de crédito y confianza, amplificado por la pandemia. Empezando 2022 con tipos cercanos a cero o incluso negativos y un balance masivo de 6,2 billones de euros, se observó un cambio drástico con la subida constante de los tipos. La marcada entrada en la zona restrictiva, con el *BCE* elevando sus tipos de intervención al 4,25 %, ha contribuido a una desaceleración de la demanda y a controlar una inflación que era más resistente a disminuir. Mientras que la estrategia del *BCE* y su grandioso balance han sido centrales en la gestión de crisis anteriores, el actual endurecimiento de la política monetaria refleja una nueva fase de desafíos y adaptaciones en el horizonte económico de la eurozona.

Buena parte de esos efectos de los tipos de interés los recogen SANTIAGO CARBÓ Y FRANCISCO RODRÍGUEZ en su artículo *Un año de subidas de tipos de interés. ¿Qué ha cambiado?* La política monetaria en la eurozona ha tomado un giro decidido en su lucha contra la inflación, con el alza en los tipos de interés como principal herramienta. Durante más de un año, esta estrategia ha reconfigurado el paisaje financiero, teniendo profundas repercusiones en los bolsillos de los ciudadanos, las operaciones de las empresas y las finanzas de los gobiernos. Para poner esto en contexto: la financiación destinada a vivienda ha experimentado un declive notable, evidenciado por una caída en flujos del 2,5 %

en tasa interanual para julio de 2023. Por otro lado, las instituciones bancarias observaron un aumento en sus beneficios antes de impuestos sobre su activo medio del 0,8 % al 1 % en el primer trimestre de 2023, si bien sus diferenciales entre rentabilidades de operaciones activas y pasivas apenas han cambiado una décima, el 1 %. Asimismo, las entidades financieras mantienen su cautela ante las incertidumbres macroeconómicas y la elevación de costes financieros de hogares y empresas. Tampoco la deuda pública se queda atrás: desde 2021, el coste de emisión de bonos a 3 años ha registrado un aumento del 3,75 %, y el de deuda a 10 años, un 3,16 %. Estos números no solo reflejan estrategias de contención ante la inflación, sino que también muestran las consecuencias directas en la economía y en la vida cotidiana. Es esencial entender este contexto para anticipar posibles escenarios y desafíos futuros.

Al mismo tiempo, la autoridad monetaria también ha tenido que hacer gala de su vertiente supervisora. Así lo recogen ÁNGEL BERGES Y JESÚS MORALES con el título *Primeros test de estrés con tipos elevados*. Los autores señalan que, en su tradición bienal de examinar la resistencia de los bancos más relevantes, el supervisor único europeo ha completado recientemente su ejercicio abarcando el periodo 2023-2025, basándose en datos hasta finales de 2022. De manera análoga, la Reserva Federal de Estados Unidos concluyó un ejercicio similar un mes antes que el BCE. A diferencia de los escenarios previos donde dominaban los tipos de interés cercanos a cero, las pruebas de 2023 se realizan en un contexto de tipos de interés más elevados. Un detalle particularmente notable es que ambos supervisores, por primera vez y de manera exploratoria, simularon el deterioro de las carteras de renta fija debido al aumento de los tipos de interés. El propósito del test de estrés es evaluar la robustez de los bancos ante situaciones adversas y sus resultados sugieren que están suficientemente preparados para ello. No obstante, estos escenarios ya no se limitan a desafíos puramente financieros. Riesgos asociados al cambio climático, ciberseguridad, tensiones geopolíticas y emergencias sanitarias están alterando la dinámica tradicional, teniendo repercusiones significativas en la economía y, por ende, en la solidez del sistema bancario.

Tal vez una de las dimensiones que más interés e inquietud genera es el impacto de las condiciones financieras cambiantes en el acceso a la vivienda. RAYMOND TORRES analiza estas cuestiones en su artículo *El acceso de los jóvenes a la vivienda*, señalando que esta circunstancia se ha vuelto más complicada, llevando a

un retraso en la edad de emancipación en comparación con el promedio de la UE. Una solución evidente sería incrementar la oferta de viviendas de alquiler asequibles. A nivel internacional, varios países han impulsado iniciativas privadas debido a restricciones presupuestarias públicas. La *Rapid Housing Initiative* de Canadá, por ejemplo, facilitó la creación de 10.000 viviendas en seis meses gracias a procedimientos administrativos simplificados. Es esencial considerar a aquellos jóvenes que, teniendo empleo, aún viven con sus padres y buscar soluciones que se adapten al mercado. En Europa, hay ejemplos como Alemania y Reino Unido que han incentivado la construcción privada con condiciones especiales. Además, se han implementado iniciativas regulatorias para limitar alquileres turísticos o gravar propiedades vacías, buscando aumentar la oferta habitacional, especialmente en áreas con alta demanda turística. Estas medidas, aunque efectivas localmente, pueden tener un impacto agregado limitado y deben ser evaluadas en cada contexto lo cual, no reduce la importancia de pasar a la acción.

La esfera pública no es tampoco ajena al cambio en las condiciones financieras. Como señala ERIK JONES en su contribución *El inminente ajuste fiscal en Europa* el panorama fiscal europeo experimentó un giro significativo a raíz de la pandemia de COVID-19, resultando en un aumento pronunciado de la deuda pública. En respuesta, la Comisión Europea invocó la "cláusula general de salvaguardia" del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en marzo de 2020 para permitir un gasto público adicional. Sin embargo, esta cláusula está programada para finalizar a finales de 2023. Aunque la alta inflación pospandemia ha aligerado la carga fiscal, la reciente política restrictiva implementada para controlarla plantea nuevos desafíos. La cruda realidad es que los países más endeudados de la zona euro no tienen más opción que implementar ajustes fiscales. Estas medidas son esenciales, independientemente de las directrices que se establezcan a nivel europeo. Aunque la robusta expansión económica ha beneficiado temporalmente las cuentas públicas, la política monetaria más estricta del BCE amenaza con revertir estos avances. Aunque la pandemia resaltó el papel vital de las políticas fiscales para mitigar el impacto de crisis económicas significativas, la recuperación económica posterior a la pandemia ha reavivado el debate sobre el papel y la efectividad de la política fiscal en la modulación del desempeño económico.

En el ámbito fiscal, una de las grandes cuestiones es precisamente qué papel está teniendo la inflación en

materia recaudatoria. En sentido último, es una cuestión técnica que, en este volumen aborda DESIDERIO ROMERO JORDÁN en el artículo *Impacto de la inflación sobre el IVA soportado por los hogares españoles en los años 2021 y 2022*. En 2021 y 2022, hubo un aumento notable en la cantidad de IVA recaudada en España. Pero ¿a qué se debe este aumento? Como señala el autor, una parte se atribuye a la elevada inflación, es decir, al aumento general de precios en la economía. Según la Agencia Tributaria, en 2022, cada hogar pagó, en promedio, 263,6 euros más en IVA, y más de la mitad de este aumento se debió únicamente a la inflación. En total, la inflación resultó en un aumento del gasto en IVA de aproximadamente 297 euros en dos años. Para una familia que gasta al nivel del ingreso medio en España, este impacto fue aún mayor, alcanzando unos 350 euros adicionales. Es crucial ser consciente de cómo la inflación y otros factores pueden afectar nuestros bolsillos indirectamente a través de impuestos como el IVA.

Es necesario recordar que no todo son noticias de tono restrictivo porque, precisamente, tras la pandemia, se comprometieron importantes fondos europeos para España. La intención fue impulsar la recuperación pero también alentar una transformación productiva. Así, JOAQUÍN MAUDOS, con el título *¿A qué empresas y sectores están llegando los fondos NGEU?* analiza la evolución de esta financiación y señala que, hasta finales de 2022, España había convocado el 43,7 % de los fondos del Next Generation EU (NGEU) a través de licitaciones y subvenciones. Sin embargo, para cumplir con el plazo de agosto de 2026, necesita intensificar la ejecución. De los 35.828 millones de euros convocados, solo se han concedido 16.349 millones, lo que representa un grado de ejecución del 45,6 %. La mayoría de estos fondos, el 73,4 % (equivalente a 12.001 millones de euros), ha sido dirigida hacia el sector empresarial. Las grandes empresas

han recibido el 59,3 % de estas ayudas, mientras que las pymes han obtenido el 40,7 %. Sectorialmente, los servicios lideran con el 46,9 %, seguidos por la construcción con el 41,6 %. En el sector de servicios, la información y las comunicaciones han obtenido el 15,4 %, y el comercio el 12,1 %. En cuanto a la industria, el sector automotriz ha recibido el 3,6% de las ayudas. El análisis de los fondos NGEU muestra que, hasta diciembre de 2022, España solo ha convocado el 43,7 % del total asignado. Quedan tres años para invertir más de la mitad de los fondos no reembolsables antes del límite de agosto de 2026.

El número se cierra mirando hacia el futuro financiero y, en particular en materia de supervisión bancaria, con el análisis *Prioridades de supervisión del Banco Central Europeo* de DIEGO AIRES, ANTONIO MOTA, FERNANDO ROJAS Y FRANCISCO DEL OLMO. Los autores señalan que, en medio de un cambiante panorama macroeconómico, el sector financiero europeo se enfrenta a importantes desafíos. El BCE, no obstante, ha subrayado la imperiosa necesidad de robustecer la resiliencia de los bancos europeos, especialmente tras episodios recientes de inestabilidad financiera en lugares como Estados Unidos y Suiza. A pesar de este entorno desafiante, la banca europea destaca por su solidez y capacidad adaptativa. Esta fortaleza se atribuye en gran medida a la intensiva actividad regulatoria y supervisora llevada a cabo por las autoridades europeas. Aún con esto, es vital que las entidades bancarias recalibren sus modelos de negocio, equilibrando rentabilidad con riesgo. Además, se deben preparar para enfrentar cambios en las métricas regulatorias, específicamente materia de liquidez y financiación ajena. En respuesta a este contexto, el BCE ha lanzado un nuevo marco de tolerancia al riesgo, permitiendo una supervisión más adaptable y focalizada en los principales riesgos.