

La punta del iceberg / Manuel Alejandro Hidalgo

Las bases del crecimiento económico amenazan con agotarse tras el verano

La erosión de los tipos y el debilitamiento de las economías centrales europeas pueden contagiar a España

Las previsiones de crecimiento para el segundo trimestre son bastante optimistas. En general, el consenso se mueve entre el 0,7 y el 1%, aunque es obvio que con las caídas necesarias dado el momento. Y es que aún queda trimestre por recorrer y datos por conocer. En todo caso, buenas nuevas que nos llevarían, junto con el crecimiento ya conocido para el primer trimestre, a unas expectativas para el año 2023 mucho mejores que las esperadas hace unos pocos meses.

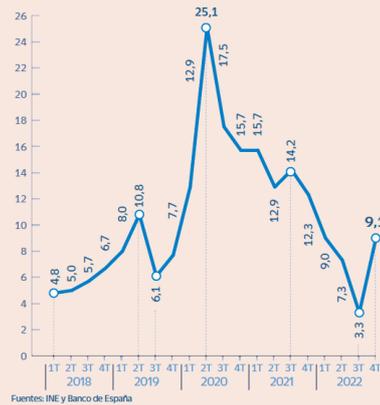
Uno de los componentes que estaría detrás de esta mejora, según los modelos en tiempo real que conocemos, es el consumo. El primer trimestre no parece que fuera el mejor para el gasto privado, según datos de la Contabilidad Nacional Trimestral de España publicada por el INE. La caída estimada, del -1,3% intertrimestral, alertó a muchos, a pesar de que las exportaciones y la inversión vinieran al rescate más que compensando la aportación negativa de aquella. Sin embargo, los indicadores a corto plazo muestran una relativa mejora de dicho consumo en los últimos meses, concretamente desde febrero, pudiendo dar la vuelta a la evolución del agregado e, incluso, forzando al INE a revisar su estimación para el consumo en el primer trimestre. Así, tanto el índice de comercio minorista como la compra y matriculación de turismos –posiblemente ayudado por la práctica desaparición de los cuellos de botella que afectaron a la producción y comercialización de vehículos– reflejan tasas positivas, y mejorando, en los meses de febrero a abril.

Este florecimiento primaveral del consumo en España, sin embargo, tiene unas bases comprometidas, si atendemos a varias cuestiones. Así, el peso de los costes financieros es cada vez mayor, lo que se traduce ya, y seguirá haciéndolo posiblemente con mayor intensidad en lo que resta de año, en un repliegue parcial del gasto con efectos evidentes en la actividad. Así, según varios indicadores publicados por el Banco de España, el efecto de los tipos de interés en el consumo privado estaría comenzando a ser más que evidente, erosionando, aún de forma leve pero clara, el crecimiento de esta partida de la demanda interna.

En primer lugar, la tasa de ahorro rompió bruscamente a finales de 2022 su tendencia descendente mostrada desde el inicio de la recuperación pospandémica. Aunque aún no disponemos de los datos del primer trimestre de 2023, necesario para confirmar si estamos presenciando un cambio de tendencia o solo una reacción puntual al entonces debilitamiento del mercado laboral, este hecho indica

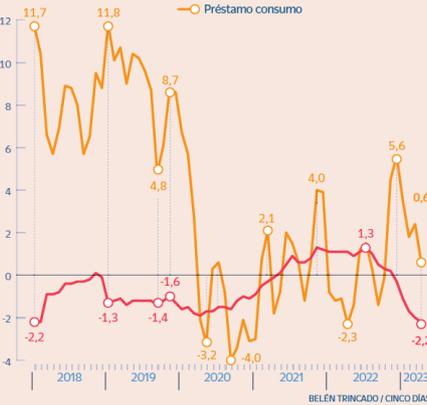
El ahorro y endeudamiento de los hogares españoles

Tasa de ahorro En % sobre la renta disponible bruta trimestral. Corregido de efectos estacionales y de calendario



Fuentes: INE y Banco de España

Créditos de las otras instituciones financieras monetarias a los hogares. Variación interanual en %



BELEN TRINCADO / CINCO DIAS

que el desembolsamiento de ahorro podría haber llegado a su final.

En segundo lugar, hay claros signos de un cambio en la tendencia de la concesión de crédito. De confirmarse en los siguientes meses, podría concluirse que los incrementos en los costes financieros estarían comenzando a desincentivar la inversión de los hogares, tal y como señala el Banco de España en su Informe de estabilidad financiera de la primavera de 2023.

Así, este efecto parece ser muy claro en el volumen de crédito nuevo para la adquisición de vivienda, que encadena varios meses de tasas negativas y que

muestra el agotamiento del impulso iniciado a principios de 2021. Todo ello lleva a que el saldo crediticio a familias alcanzó mínimos de tres años en abril pasado, lo que significa que la amortización del crédito es superior a su creación, y posiblemente antecediendo a una moderación del crecimiento vía consumo e inversión.

Precisamente es la inversión en vivienda sobre la que el posible efecto de la subida de los tipos de interés parece ser más evidente. Es significativo que la compraventa de viviendas alcanzara un máximo a mediados de 2022 en torno a las 50.000 unidades mensuales, y que desde entonces dicho nivel no haya sido batido. La mejora, no obstante, de la actividad en la construcción residencial desde ese mismo momento, en lo que podríamos llamar como repentino rebote y posiblemente explicado por el parcial regreso a la media de buena parte de los precios de las materias primas del sector, estaría afectando a los equilibrios del mercado, con aumentos de precios del metro cuadrado, tanto en vivienda nueva como usada, cada vez menores.

La subida de tipos no solo afectará a la evolución de nuestra economía vía inversión residencial. Es muy probable que también termine afectando al crédito al consumo, lo que finalmente reducirá el crecimiento futuro. Sin embargo, el posible impacto de la subida de tipos para los próximos meses en España se antoja algo más leve que en el resto de Europa. A diferencia de épocas pasadas, en esta ocasión el endeudamiento privado espa-

ñol es inferior al observado para Europa. Esto permite que el efecto de la subida de tipos sobre la capacidad de pago de las familias españolas sea más moderado que en el resto de Europa.

Finalmente, y aunque se prevea un efecto contenido a nivel agregado, es evidente también que la combinación del aumento de los tipos reales junto con la caída de los salarios reales hace pensar que las consecuencias del aumento de los costes financieros sobre las economías familiares no será lineal, dependiendo intensamente de otras importantes características que diferencian a los hogares entre sí. Las consecuencias en los segmentos de población más débiles serán tanto más intensas cuanto más perdure el aumento de tipos, siendo testigos en estos últimos meses de un incremento de las vulnerabilidades en las capas de hogares con menores ingresos.

En resumen, este segundo trimestre se dibuja muy positivo en términos de crecimiento. Esto, junto con una inflación contenida y una afiliación marcando un buen ritmo, nos lleva a una entrada del verano en buenas condiciones macroeconómicas. Sin embargo, y sin ánimo de creer que esta predicción es cierta o imposible de esquivar, en el segundo semestre la base que sustenta el crecimiento de estos últimos trimestres podría agotarse por la erosión de los tipos y por el debilitamiento de las economías centrales europeas, de algún modo nos contagiarán de su más que probable evolución taciturna. Veremos.



La subida de tipos no solo afectará a la inversión residencial en España, sino también al crédito al consumo

kioskoy