

# un otoño repleto de incertidumbres

inflaciones más altas, una deuda del 120% del PIB, la tercera mayor prima de riesgo y un déficit estructural del 4% del PIB.

que debemos tener en cuenta. La invasión de Rusia a Ucrania añade el riesgo geopolítico a la ecuación, algo que era absolutamente impensable a principios de año. Esta situación, sin embargo, tiene un elemento positivo: dicho riesgo es independiente de la fecha de finalización del conflicto. Las relaciones internacionales entre Rusia y el resto del mundo nunca volverán a ser lo mismos.

Por otra parte, debemos tener en cuenta que la debilidad económica en Europa ha sido mucho mayor que en Estados Unidos durante todos estos meses, y ahora esta brecha se agranda como consecuencia de la crisis energética. La Unión

## España copará las portadas de los periódicos extranjeros si los riesgos financieros cristalizan

Europea ha decidido apostar por la ideología para conformar su *mix* energético y ahora, con Rusia dejando de suministrar gas natural y el precio de las materias primas en máximos históricos, supondrá un freno adicional a la renta disponible de familias y competitividad de empresas.

Y, por último, no debemos obviar la difícil situación que tiene el BCE. No sólo está siendo más confuso que

la Fed, sino que también tiene que lidiar con una fragmentación financiera muy intensa. Ha sido suficiente con reducir levemente el volumen de compra de deuda pública y anunciar un incremento del 0,25% en los tipos de interés para julio para que las primas de riesgo de países sistémicos como España o Italia, así como sus seguros de impago, se dispararan.

¿Significa esto que estos países europeos están a las puertas de un *default*? No. Lo que está ocurriendo es una normalización. O, dicho de otra manera: el BCE no puede maquillar el riesgo indefinidamente. Las primas de riesgo que hemos comenzado a ver en las últimas sema-

nas están más cerca de la situación financiera real que las que llevamos viendo desde hace años.

## España: Un riesgo para la eurozona

La economía española está entre esos países que dificultan la normalización monetaria del BCE. En resumen, esta es nuestra situación: somos el único país de Europa que no va a recuperar este año los niveles de riqueza previos a la crisis, tenemos la mayor tasa de paro de toda la zona Euro, la mayor inflación de las grandes economías europeas, nuestra deuda está cerca del 120% del PIB, tenemos la tercera mayor prima de riesgo del Viejo Continente, y nuestro déficit estructural (independiente del ciclo económico) está en torno al 4% del PIB.

Lo diré de otra manera: la economía española tiene todas las papeletas para copar portadas de medios extranjeros si alguno de los riesgos financieros cristalizan y, lo más importante, no es ni mucho menos descartable una situación en la que se cierren los mercados privados de deuda y tengamos que acudir a mecanismos europeos de financiación extraordinaria como pasó con Grecia en 2011.

Y no, no será un problema del BCE ni de las condiciones financieras internacionales. Es un problema de gasto y de modelo de crecimiento. Dos datos: desde que estalló la crisis del Covid 19, el endeudamiento estatal se ha incrementado en 230.500 millones de euros y, sin embargo, el PIB no ha recuperado sus niveles anteriores en términos reales. Si añadimos el viento de cola que supone la

inflación, el PIB apenas ha crecido un 0,9% con respecto al último trimestre de 2019, y el endeudamiento público lo ha hecho en un 19%. O, dicho de otra manera: España ha necesitado endeudarse por valor de 84 euros por cada euro de producción nacional.

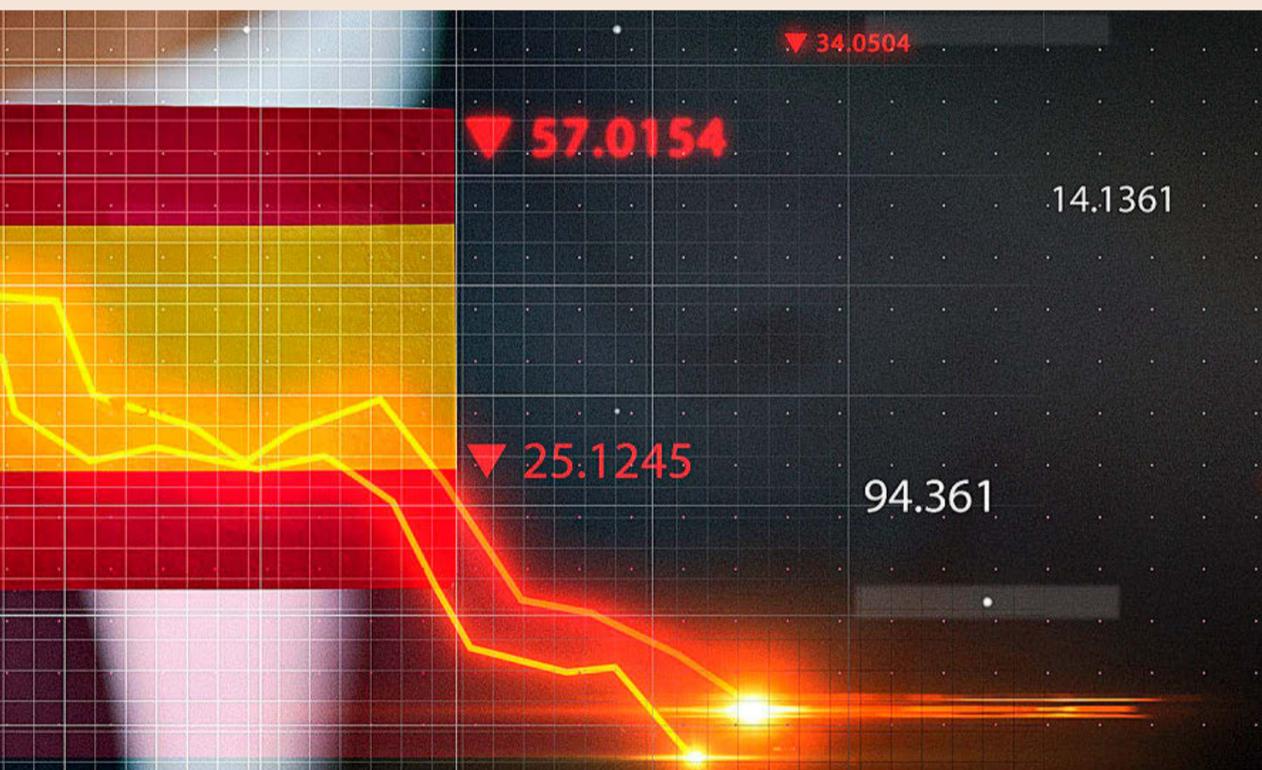
Esto, en un contexto de subidas masivas de impuestos, es algo inasumible. Y, lo más importante, un problema de gasto responsabilidad directa del Gobierno: desde que Sánchez es presidente del Gobierno el gasto de la Administración central y de la Seguridad Social se ha incrementado en más de 100.000 millones de euros. Casi un 10% del PIB nacional.

España lleva quebrada años, pero la respiración asistida del Banco Central Europeo nos ha permitido evitar la suspensión de pagos. ¿Podemos continuar así, ahora que vamos a tener que acudir a los mercados? Veremos. Para tener alguna posibilidad, lo primero que debemos hacer es evitar errores pasados. Los fondos Next Generation EU no son un nuevo Plan E con el que comprar los votos para las próximas elecciones generales.

España es un país sistémico para la eurozona. Aún estamos a tiempo de elegir: podemos ser solución para Europa, como lo fuimos en la crisis de los 2000; o podemos ser uno de los principales quebraderos de cabeza, como ocurrió en 2011/2012.

La economía es un fenómeno de largo plazo. De las decisiones de hoy dependerá lo que ocurra dentro de 2 años. Las consecuencias las sufriremos todos.

Consultor Estratégico y Presidente de Acción Liberal  
Think Tank For Freedom



vel de junio de 2020. En otros países más avanzados en la normalización monetaria está sucediendo algo similar. En Reino Unido los últimos datos de créditos hipotecarios muestran el peor dato en dos años. Las previsiones de incrementos de precios muestran un pequeño aumento en 2022 y una caída en Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Reino Unido en 2023. Tanto el BCE como el Banco de Inglaterra han avisado de que un incremento abrupto de los tipos de interés podría inducir una corrección de precios inmobiliarios.

¿Hasta qué punto la experiencia de estos países se puede aplicar por

analogía al futuro del inmobiliario residencial español? Aunque es cierto que muchos de estos procesos son globales, la analogía es solo parcialmente útil. En primer lugar, el aumento del tipo de interés no beneficiará a la firma de hipotecas en España, pero no se espera que el BCE sea tan agresivo como la Reserva Federal, puesto que en la zona euro no hay tanta presión de la demanda como en Estados Unidos. En segundo lugar, los precios alcanzados en muchos países desincentivan especialmente tomar un préstamo con tipos altos. En Estados Unidos el precio de la vivienda es un 59,7% más alto que en el pico

de la burbuja de 2007-2008 y en Canadá un 109%. En España los precios todavía están significativamente por debajo del pico de la burbuja. Otro factor de protección, en este caso extensible a otros mercados, es el hecho de que en los últimos años muchas de las hipotecas firmadas han sido a tipo fijo, lo que reduce el efecto del aumento de tipos. Además, en España los créditos hipotecarios han crecido más

**En España, los precios aún están significativamente por debajo del pico de la burbuja**

lentamente que en la media de la zona euro y la calidad del crédito se mantiene alta. Finalmente, la enorme volatilidad de los mercados financieros vuelve a hacer muy atractiva la vivienda como inversión y, en España, esta visión de activo seguro es más generalizada que en muchos otros países.

Estos factores mitigarán el impacto negativo de la pérdida de impulso de los factores pospandémicos y evitarán que pueda producirse una debacle inmobiliaria como la causada por la crisis financiera. De hecho, las previsiones en el caso español indican que el crecimiento de los precios no variará en exceso

en los próximos dos años, a diferencia de otros países. El único factor que ensombrecería mucho el futuro del sector sería que los problemas actuales derivaran en una recesión que produjera una sustancial pérdida de empleo.

Algunos hablan ya de un septiembre negro tras un verano luminoso. En este caso sabemos que la economía española es la campeona en la destrucción de empleo en las recesiones y este factor sería mucho más relevante que la subida de tipos. El futuro inmobiliario español es incierto pero, en ningún caso, catastrófico.

Catedrático de Economía de la UPF