

**Análisis Regional España / Bancos Centrales**

# Los errores del pasado

Expansión (España)

**Miguel Cardoso**

Soy lo suficientemente mayor para confirmar que pasamos la vida tratando de no cometer los errores de nuestros padres. Cada crisis que vivimos también nos crea una carga similar. La de 2022 tiene a los bancos centrales esforzándose por evitar los pecados de los años 70, a la política fiscal resistiendo para no repetir las equivocaciones de 2009 y 2012, y al nuevo orden internacional intentando sacar enseñanzas de lo sucedido hace 100 años.

En economía, el tema del año ha sido la inflación. Como hace casi 50 años, el incremento de los precios tiene su origen en una disminución en la disponibilidad de insumos energéticos. El Banco Central Europeo (BCE) ha respondido con el aumento más intenso de los tipos de interés que se haya observado en la UEM en un período de seis meses. Su objetivo es mantener las expectativas de inflación ancladas, y evitar que empresas y trabajadores entren en un círculo vicioso tratando inútilmente de transferir el coste del incremento en el precio de la energía a unos u otros. Lograr esto supondría un triunfo frente a lo observado en los años 70. Sin embargo, el problema que enfrenta el BCE es que la política monetaria actúa con retardo y sus efectos aún están por venir.

Existe alguna evidencia de lo que se avecina. Los hogares españoles han comenzado a acelerar las amortizaciones del crédito hipotecario que tenían vigente. La demanda de financiación para compra de vivienda empieza a resentirse. El saldo de crédito a las empresas sigue aumentando, pero muy por debajo de lo que lo hacen los ingresos. La demanda crece a corto plazo incentivada por las necesidades de liquidez ante el incremento en el coste de producción, pero cae de manera importante en plazos superiores a un año. Más aún, en relación con el PIB, el desapalancamiento del sector privado persiste y ya habría vuelto a niveles similares a los de 2019, antes de la utilización de las líneas del ICO.

El riesgo aquí es que el BCE haga demasiado, en un corto período de tiempo, y que esto lleve a una recesión fuerte y duradera. Solo esto debería de justificar una evaluación pormenorizada en cada reunión de los efectos presentes y futuros de los movimientos en tipos de interés. Una vez que se ha recuperado el terreno perdido y que se ha demostrado el compromiso con reducir la inflación, valdría la pena avanzar con pies de plomo, sobre todo ante la falta de evidencia respecto a la traslación a márgenes y salarios de buena parte del incremento en el coste energético.

Por su parte, la política fiscal está tratando de limitar el impacto negativo del incremento en los precios. El respaldo europeo a las políticas implementadas provee de un espacio que no se tuvo en la crisis de la deuda soberana. En todo caso, Europa nos demanda que las medidas sean focalizadas, evitando políticas expansivas y contrarias a la sostenibilidad medioambiental. Asimismo, el consenso logrado sobre el tipo de proyectos de inversión a iniciar, el compromiso con una agenda de reformas y la fiscalización de los fondos NGEU, aseguran que no se repetirán los errores del Plan E. Para continuar gozando de este apoyo, serían aconsejable decisiones que den certidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo. Esto incluye cambios de calado en el sistema de pensiones. No actuar de manera contundente podría volver a poner a España en el foco de atención de los mercados, ahora que el BCE comenzará a reducir el saldo de deuda pública en su balance.

Finalmente, España tendrá que buscar su papel en el nuevo entorno internacional. No parece que vayamos hacia un régimen de reversión de la globalización (como hace casi 100 años), sino hacia uno donde el comercio continúe entre socios confiables. Para atraer a la inversión, la seguridad jurídica y la certidumbre sobre la política económica serán fundamentales. Las elecciones de 2023 presentarán la oportunidad para que los programas de gobierno ganen esta confianza.

Si bien es cierto que vamos en camino de no repetir los errores del pasado, también sería bueno recordar que, aunque los hijos no caigan en las mismas tentaciones que los padres, terminan cometiendo sus propias equivocaciones.

## AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com).

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).  
Tel: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax:+34 91 374 30 25  
[bbvarresearch@bbva.com](mailto:bbvarresearch@bbva.com) [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)