

Dossier de prensa

14/04/2022 – 28/04/2022

NOTICIAS

[Viernes, 15 de abril de 2022](#)

Joaquín Maudos

Tribuna: Tipos de interés, inflación y estabilidad financiera, El Español (PDF).

[Domingo, 17 de abril de 2022](#)

Joaquín Maudos

La guerra de Ucrania, la puntilla para la clase media, Las Provincias (PDF).

Las comisiones se mantienen, La Vanguardia (PDF).

José Manuel Pastor

José Manuel Pastor, economista: “La inflación es el impuesto de los pobres”, La Vanguardia ([enlace](#)).

Francisco Pérez

Nos venimos arriba, Valencia Plaza ([enlace](#)).

[Martes, 19 de abril de 2022](#)

Joaquín Maudos

¿Cómo afecta la subida del euríbor a las comisiones de los bancos?, The Objective ([enlace](#)).

[Jueves, 21 de abril de 2022](#)

Francisco Pérez

Foro futuro: Fórmulas contra la inflación: Pacto de rentas, desindexar la economía, ajuste del gasto público y subida de los tipos, Cinco Días (PDF).

[Viernes, 22 de abril de 2022](#)

José Manuel Pastor

José Manuel Pastor: “No es posible bajar impuestos sin rebajar gasto público”, Plaza Radio.

[Domingo, 24 de abril de 2022](#)

Matilde Mas

Tribuna: El botón nuclear no es suficiente, El País (PDF).

Lunes, 25 de abril de 2022

Joaquín Maudos

Intervención en À Punt - Zoom | L'escalada de preus (min. 37:20 – 58:44 – 1:00:32) ([enlace](#)).

Jueves, 28 de abril de 2022

Joaquín Maudos

Tribuna: Financiar los intangibles, ¿esa es la cuestión! El Español (PDF).

Cómo mejorar la financiación de los intangibles, Expansión (PDF).



La presidenta del BCE, Christine Lagarde. EP

LA TRIBUNA

Tipos de interés, inflación y estabilidad financiera

Con un crecimiento que en escenario adverso puede ser del 3,8%, los bancos pueden recuperar algo de rentabilidad, pero afrontan retos en morosidad.

[Joaquín Maudos](#) [@JMaudos](#)

15 abril, 2022 04:51 [GUARDAR](#)

En el Observatorio sobre la Realidad Financiera (ORFIN) que presentamos la semana pasada, hemos revisado, obviamente a la baja, nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2022, **al 4,5% en el escenario base y al 3,8% en el adverso**. Aunque la incertidumbre es muy elevada (como lo es la duración e intensidad del conflicto Ucrania-Rusia y sus consecuencias en el precio de las materias primas), no podemos

hablar de estanflación ya que la economía seguirá creciendo, por encima de la media de la Eurozona en escenarios similares.

La inflación es ahora mismo el mayor elemento de preocupación, aunque las previsiones para 2023 de organismos como el Banco de España invitan a un cierto optimismo, al situarla justo en el objetivo del BCE del 2% (**el BCE prevé una inflación del 2,1% en la Eurozona en 2023**).

La clave para que esta previsión no descarrile es que no se produzcan los llamados efectos de segunda ronda que alimentarían una espiral salarios-precios que acabaría destruyendo empleo por la pérdida de competitividad en los mercados internacionales.

La clave es que la sociedad en su conjunto sea consciente de que **tenemos que pagar más por lo mismo** (las materias primas que importamos) y que el coste de ese empobrecimiento debe ser repartido entre todos (empresas y trabajadores), aunque protegiendo a los colectivos más vulnerables.

Quiero central mi tribuna en los riesgos desde el punto de vista de la estabilidad financiera que se derivan del escenario macroeconómico en el que nos encontramos.

Cuatro son los riesgos más importantes que identificamos en ORFIN:

- 1) el **impacto en la calidad de los activos bancarios** del menor ritmo de crecimiento económico.
- 2) la incertidumbre sobre la magnitud de la previsible **subida de tipos de interés** para frenar la inflación, que si bien por un lado es una alegría para la recuperación de los márgenes bancarios, por otro lado puede afectar a la morosidad en función de la intensidad de la subida de tipos.
- 3) el empeoramiento en las condiciones de **acceso a la financiación** (subida de tipos) y su impacto en los sectores vulnerables (lo que supondría más morosidad).
- 4) la **baja rentabilidad** del sector que sigue siendo inferior al coste del capital en el negocio doméstico, a pesar de la intensa recuperación tras el saneamiento realizado en 2020 y que ha permitido disminuirlo drásticamente en 2021 .

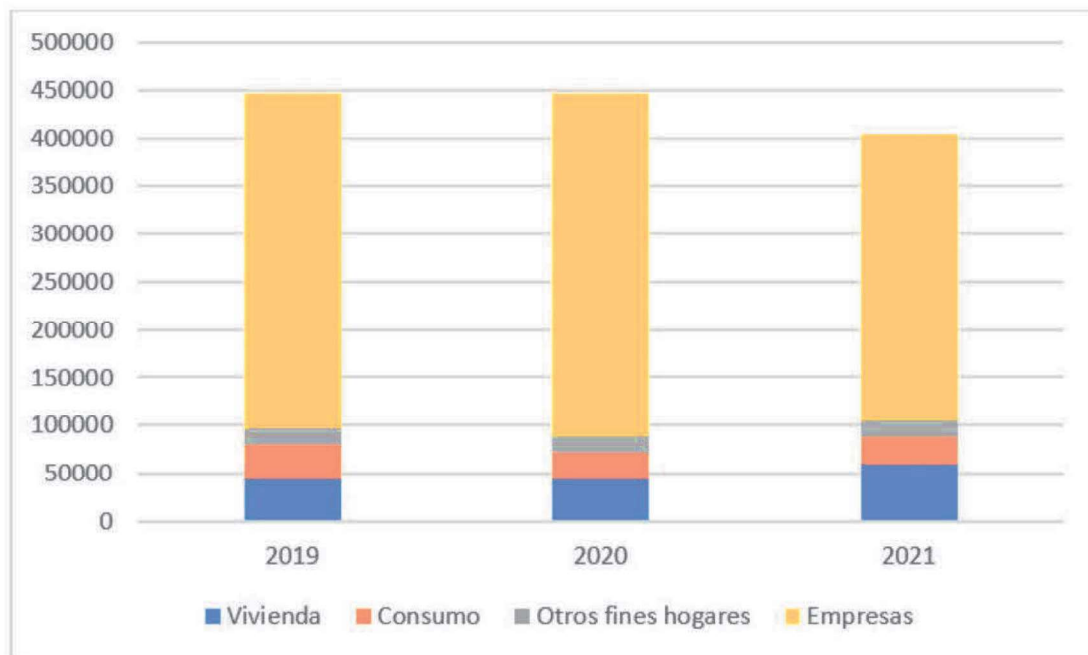
En relación a la calidad de los activos bancarios, antes de analizar la evolución de la morosidad del crédito, tiene interés que nos detengamos en el comportamiento en 2021

del flujo de nuevo crédito. En total (a empresas y familias), ha caído un 9,5%, pero esa cifra combina un fuerte aumento en las familias con una caída en las empresas.

Así, en el primer caso ha crecido con gran intensidad el destinado a la **compra de vivienda** (un 35,1%) y algo menos el destinado al consumo (6,8%). Pero en las empresas, ha caído un 16,2% en 2021. Por tanto, a pesar de la recuperación económica tras la debacle del 2020 donde el PIB cayó un 10,8%, el crédito nuevo a las empresas ha caído en 2021, lo que en parte se explica por el intenso aumento en 2020 gracias a los avales del ICO.

Crédito a nuevas operaciones al sector privado residente

Por las entidades de crédito españolas. Millones de euros

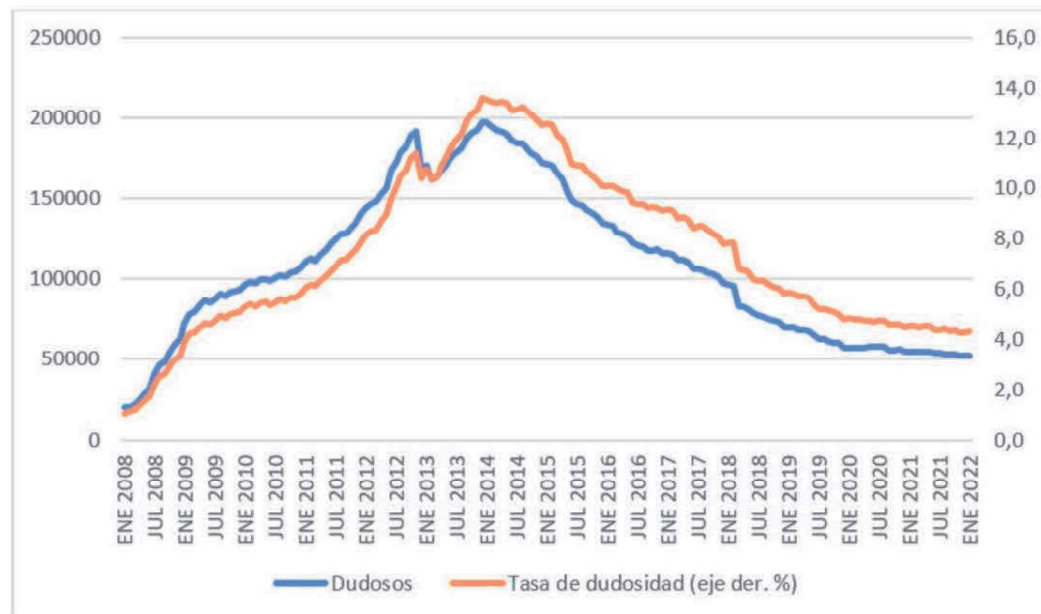


Fuente: Banco de España

La **tasa de morosidad** del crédito sigue sin mostrar el impacto de la pandemia, ya que se sitúa en el 4,32% en enero de 2022 (último dato disponible), con un volumen de préstamos morosos de 52.368 millones de euros, casi 2.800 millones menos que antes del inicio de la pandemia en febrero de 2020.

Tasa de morosidad e importe del crédito de dudoso cobro a otros sectores residentes

Entidades de depósito españolas. Porcentaje y millones de euros



Fuente: Banco de España

¿Y qué explica que la morosidad siga cayendo después del brutal impacto económico de la pandemia? La **relajación de la regulación bancaria** y las moratorias aprobadas explican este hecho, por lo que es de esperar que la mora acabe aflorando una vez terminen estas medidas excepcionales.

En cualquier caso, aunque la tasa de mora aumente, no por ello serán necesarios muchos más saneamientos dado el colchón que existe por el esfuerzo realizado en 2020 y porque esa morosidad se centrará en préstamos que están avalados por el ICO, lo que acota enormemente la pérdida para los bancos.

No obstante, no hay que bajar la guardia, ya que ya **hay indicios de deterioro en la calidad de los activos bancarios**, con un aumento de los que pasan de una situación de riesgo normal a especial vigilancia, y porque también están aumentando los préstamos refinanciados/reestructurados, siendo estos últimos la antesala de la morosidad.

Hay indicios de deterioro en la calidad de los activos bancarios, con un aumento de los que pasan de una situación de riesgo normal a especial vigilancia

El segundo de los riesgos para la estabilidad financiera es la **subida de tipos para frenar los elevados niveles actuales de inflación**, que en promedio el Banco de España sitúa en el 7,5% para el 2022 en España y el BCE en el 5,1% en la eurozona, muy por encima del deseado nivel del 2%.

Si la subida permite salir del territorio de tipos negativos y no es intensa, eso es una **alegría para la cuenta de resultados** de los bancos, cuyo margen financiero ha salido muy mal parado en los últimos años, hasta el punto de que el margen de intereses por unidad de activo ha alcanzado un mínimo histórico del 0,8% a finales de 2021 en el negocio en España.

Personalmente soy optimista al respecto, y no creo que la subida de tipos sea tan intensa que suponga un riesgo para la estabilidad financiera por el impacto que tendría en forma de mayor morosidad en prestatarios a quienes se les pondría más cuesta arriba hacer frente a sus obligaciones bancarias. Ese sería precisamente el tercero de los riesgos señalados, pero de momento, aunque algo se han endurecido las condiciones de acceso a la financiación, sigue siendo muy holgadas.

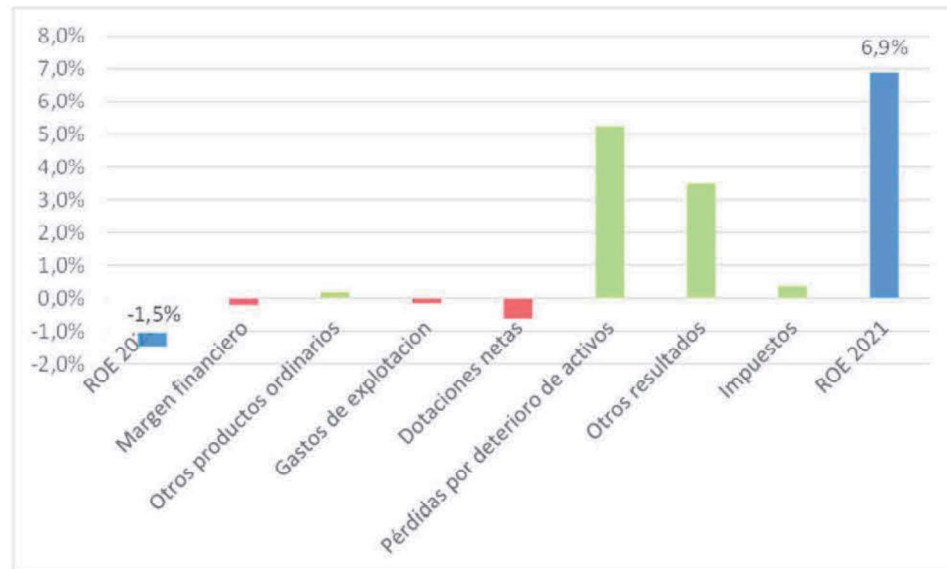
El cuarto de los riesgos señalados (baja rentabilidad) es estructural y lo viene arrastrado la banca desde hace años, por la combinación de factores como el escenario de tipos negativos, el aumento de la competencia y las fuertes **exigencias de la regulación**.

En 2020, la banca fue muy prudente llenando el colchón de provisiones tras el impacto de la pandemia, lo que ha permitido reducir drásticamente el saneamiento en 2021. Por tanto, lo mismo que explica la rentabilidad negativa de 2020 (con una rentabilidad sobre recursos propios -ROE- del -1,5%), es lo que justifica que en 2021 sea positiva del 6,9%.

En términos absolutos supone pasar de un saneamiento de 18.242 millones en 2020 a 7.037 en 2021, y de un resultado del ejercicio negativo de -3.106 millones de euros a uno positivo de 14.466 millones. Como muestra el gráfico siguiente, son las **menores pérdidas por deterioro de activos** (provisiones) y otros resultados extraordinarios lo que explica la fuerte recuperación de la rentabilidad, mientras que el núcleo del negocio bancario (margen de intereses) la ha penalizado en 2021.

Descomposición de la variación de la rentabilidad de los recursos propios (ROE)

De 2020 a 2021.



Nota: en verde se señalan las partidas de la cuenta de resultados que permiten recuperar la rentabilidad y en rojo las que restan rentabilidad

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Es una buena noticia la recuperación de la rentabilidad en 2021, pero esa ROE del 6,9% sigue siendo inferior a la que le reclama el inversor (coste del capital) que suele estimarse entre el 8% y el 10%. Y se la aislamos de provisiones, el resultado de la actividad de explotación ha caído en 2021, lastrada como hemos dicho por ese entorno de tipos negativos en las que está el Euribor desde hace ya seis años.

La necesidad de **ganar eficiencia y recortar costes** es lo que en general sigue siendo mejor en España que en la UE, gracias a que seguimos teniendo una elevada densidad de oficinas y cajeros en relación a la población a la que atienden.

*** **Joaquín Maudos**, Catedrático de economía de la Universidad de Valencia, **director adjunto del Ivie** y colaborador del CUNEF.

● HOGARES Y BOLSILLO

BANCA

Las comisiones se mantienen

La normalización monetaria no implicará que el banco ya deje de cobrar por cuentas u operativas



Una mujer mayor busca su cartilla para operar en un cajero automático

MANÉ ESPINOSA

Luis Federico Florio

La inédita política monetaria de los últimos años ha dado un vuelco en la actividad de los bancos. Al hundirse el Euríbor, y los ingresos que reportaban las hipotecas, las entidades buscaron alternativas para tapar el hueco. Una, la que más ha tocado al cliente, fue poner más comisiones en las cuentas corrientes y operativas, como sacar dinero en ventanilla. Ahora que el Euríbor encara terreno positivo y la situación en los tipos podría cambiar, ¿desaparecerán todas esas comisiones? Una retirada rápida parece lejana...

El camino de más comisiones viene de atrás. “Desde que el Euríbor entrara en negativo en el 2016, el margen de intereses de la banca se ha reducido hasta un mínimo del 0,8% del activo en el 2021” contextualiza Joaquín Maudos, director adjunto del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE). Como ese margen “no es suficiente para cubrir los costes operativos de la banca”, han tenido que recurrir a otras fuentes de ingresos como las comisiones, cada vez más importantes. “A finales del 2021, aportaban el 31% del total de los ingresos netos de la banca, un porcentaje que ha ido aumentando en los últimos años”. “Es lógico que las comisiones hayan aumentado si el margen de intereses ha caído, porque al final el negocio bancario debe ser rentable”, argumenta. La teoría dice que si aumentan los tipos, el margen de intereses iría aumentando, lo que permitiría “contener las comisiones”. Pero como se espera que los tipos suban poco, “no creo que disminuyan mucho las comisiones”, concluye.

Tocará seguir conviviendo con ello. Antonio Gallardo, experto del comparador financiero Banqmi, ve justificada una comisión de administración a cambio de servicios como el de caja, “aunque hay importes ya muy elevados”. “No lo están otras, porque redundan en un servicio que ya debería estar incluido, como cuando se retira dinero en ventanilla”, contraponen. Tampoco las que se aplican por descubiertos, que “buscan directamente penalizar y recaudar” y cobran más que la propia deuda en ciertos casos. Desde la Asociación de Usuarios Financieros (Asufin),

●●
=====

No hay que casarse con nadie. Una de las claves pasa por “no estar atado a ningún banco y cambiar al más económico”, se indica desde Asufin. Pero Al cambiarse, hay que evitar letras pequeñas y condiciones de permanencia. “Es importante conseguir beneficios, pero sin ataduras”, insisten desde la asociación. No hay que dar pasos en falso, porque ya se coincide con un contexto en el que no se remuneran los depósitos, por lo que los cobros pueden ir recordando el ahorro.

=====

Hoy suponen casi un tercio de los ingresos netos de las entidades, señala Maudos

su presidenta, Patricia Suárez, también señala las comisiones por emisión o renovación de tarjetas de débito “en un momento en el que su uso es aún más obligatorio por el cierre de oficinas o porque muchos servicios obligan a hacerlos en cajero”. A futuro, ambos se unen a la idea de que no habrá caídas significativas. “No van a bajar de forma general. Si hay bajadas, serán muy puntuales y tendentes a ofertas para captar clientes”, cree Gallardo. “Ver bajadas es complicado, se ha convertido en una fuente importante de ingresos y más estable. Además, la subida de tipos aún tardará mucho en reflejarse en un crecimiento importante de beneficios”, analiza Suárez.

Si se da un repaso general, las comisiones “dependen mucho del perfil del cliente y el producto que tenga contratado”, comenta Javier Mezcuza, del comparador HelpMyCash.com. A menor vinculación, más pago: en función de que se cumplan requisitos o no se puede pagar de 120 euros a 240 euros anuales por una cuenta en la gran banca, comenta. “La diferencia es que en algunos es más sencillo librarse. La nómina es la llave para dejar de pagar comisiones, pero en muchas entidades no es suficiente, hay que cumplir algún requisito extra para operar gratis, como domiciliar recibos o cierto gasto”, añade. “Los bancos penalizan al cliente menos rentable subiendo las comisiones”, resume Gallardo. “Sirven para discriminar entre el cliente rentable —con nómina o pensión, ejemplifica— y el no rentable, que no genera ese flujo económico y que, si bien no puede expulsarlo directamente, lo hace vía comisiones”, coincide Suárez.

España, en todo caso, no es donde el cliente tiene que pasar más por caja. “Cuando comparamos las comisiones de la banca española con las de otros países europeos, son más reducidas en España”, apunta Maudos. Para librarse de ellas no queda más que cumplir condiciones o pasarse a entidades con unas más bajas o donde sea más fácil cumplir requisitos para que sean cero. En Banqmi también recomiendan evitar vinculaciones que obliguen a estar un tiempo e impongan penalizaciones si uno se va antes, como en ofertas en las que se da dinero por el cambio. ●

Agua del grifo gratis en la restauración

Redacción

La hostelería y la restauración ya está obligada a ofrecer agua del grifo gratis a los clientes. La medida forma parte de la ley de Residuos y Suelos Contaminados para una Economía Circular, que ha entrado en vigor esta misma semana y persigue reducir el uso de plásticos, entre otros objetivos.

“Es una práctica que ya se lleva a cabo desde hace mucho tiempo en otros países europeos, como Francia, y que ya habían adoptado varias normativas autonómicas”, apuntan desde Facua-Consumidores en Acción. “Con la ley nacional se garantiza que en los establecimientos de hostelería y restauración se dé siempre a los usuarios la posibilidad

de un recipiente de agua del grifo y los vasos para su consumo, de forma gratuita y complementaria a la oferta del mismo local”, se señala.

Con esta decisión se fomentará el consumo de agua del grifo, algo que aporta ventajas porque “es más económico e incluso más ecológico, al no implicar el uso de envases de plásticos”, afirman los consumidores, que piden que se vigile que la normativa se cumple.

No todos lo ven con buenos ojos. Del otro lado, la patronal Hostelería de España ha puntualizado que ofrecer agua “nunca ha sido un problema en ningún establecimiento” e incluso hay comunidades que lo han regulado. “El único inconveniente” es, según Emilio Gallego,

secretario general de la organización, que obliga a regalar trabajo pues “el agua en España no es gratis, pero en los restaurantes obligan a regalarla”. Asimismo, critica que aunque se persigue reducir el uso de plásticos, “en la mayoría de los restaurantes el agua se sirve en envases retornables”.

En otra de las medidas que incluye la ley, también se busca fomentar la compra a granel. Así, a partir del 2023, los comercios minoristas de alimentación de al menos 400 m² deberán tener un 20% de su producto sin embalaje primario, vendiendo a granel o con envases reutilizables. También podrán aceptar envases o tapers que aporte el propio cliente. ●

DATO

2023

Fomento de las ventas a granel

A partir del 1 de enero se obligará a los minoristas de alimentación a vender sin embalaje primario el 20% del producto

La guerra en Ucrania, la puntilla para la clase media

Tormenta perfecta. El encarecimiento energético, la falta de materias primas y la creciente inflación también aprietan a la base de la economía valenciana

► Ingresos

La clase media-baja en España agrupa a aquellos con un salario de entre 11.450 y 20.000 anuales. **LP**

ELISABETH RODRÍGUEZ



La clase media valenciana llevaba años sufriendo síntomas de debilitamiento. El riesgo de pobreza y exclusión aumentó un 33,8% para este grupo de la población y un 44,7% en las clases bajas, según el estudio 'Camins d'incertesa i frustració. Les classes mitjanes valencianes (2004-2018)'. A esto se sumó la pandemia, que agravó su situación. Para más inri, la guerra en Ucrania ha sido la puntilla que faltaba para acabar de añadir más dificultades económicas.

Este amplio estrato de la sociedad valenciana, que supone la base de la economía – el 70% de los españoles se identifican con este grupo, según el CIS –, ha visto cómo sus bolsillos menguaban en los últimos años, incluso más que el resto de España, tal y como indica la monografía del profesor del Departamento de Sociología y Antropología Social de la Universidad de Valencia Rafael Castelló-Cogollos. Cabe señalar que la clase media-baja en España agrupa a aquellos con unos ingresos que van entre los 11.450 y 20.000 anuales y la clase me-

dia-alta engloba a los que ganan entre 20.000 y 30.000 euros.

Ahora, las constantes subidas de la factura eléctrica, el encarecimiento de la cesta de la compra, del combustible y, en definitiva, una inflación que sigue imparable, amenazan con apretar aún más a los hogares de la Comunitat mientras que el aumento de los salarios dista mucho de compensar esta pérdida de poder adquisitivo.

Los datos más recientes del INE dan buena cuenta de esta realidad. El Índice de Precios al Consumo (IPC) se ha incrementado un 20,45% desde diciembre de 2008 hasta febrero de 2022 y el coste salarial ordinario –que excluye pagos extraordinarios y atrasados–, desde el cuarto trimestre de 2018 hasta el mismo periodo de 2021, se ha aumentado un 14,83%.

En ese sentido, la consultora Adecco, en su estudio Monitor Adecco de Oportunidades y Satisfacción en el Empleo, constata que el poder de compra del salario medio de la Comunitat Valenciana está un 4,9% por debajo de la que alcanzó en diciembre de 2009, cuando se registró

El riesgo de pobreza y exclusión aumentó un 33,8% para este grupo medio de la población y un 44,7% en las clases bajas

La capacidad de compra del salario valenciano está un 4,9% por debajo del máximo histórico alcanzado en 2009

el máximo de la serie histórica. Además, en comparación con otras autonomías, la capacidad de compra del salario medio valenciano ha perdido 300 euros al año en relación con la de Madrid, aunque ha ganado el equivalente a 35 euros con relación al poder de compra del salario vasco.

Según explica Diego Barceló, investigador de Adecco Group Institute, esta diferencia entre el poder de compra del salario valenciano respecto al de otras regiones radica en la productividad. «Es decir, lo que produce de media cada ocupado. Esa produc-

tividad media depende, entre otros factores, de la estructura económica y tejido productivo. La Comunitat Valenciana es muy grande pero Madrid es muy productiva, por eso está la primera», señala el investigador.

Cabe recordar que el tejido productivo de la Comunitat está compuesto principalmente por el sector servicios, con el turismo y la hostelería a la cabeza, mientras que carece de empresas con un componente tecnológico elevado, un factor importante a la hora de medir la productividad. En ese sentido, las industrias de media-alta y de alta tecnología suponen solo un 4,9% del valor añadido bruto y un 3,3% del empleo, según el Observatorio GECE, impulsado por CaixaBank y el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE).

«El problema de la Comunitat es que la productividad está estancada y si no sube, no pueden subir los salarios», asegura Barceló, que añade que el sueldo medio actual de la Comunitat es equivalente al que habría al final de 2016 y 2012. «Desde 2008 hasta ahora no ha crecido el poder adquisitivo. No hay un progreso

real, estamos estancados desde hace 12 años y ahora vamos a ver una pérdida del poder adquisitivo», añade el investigador.

Desde CaixaBank Research ponen énfasis en que los elevados precios de la energía siguen filtrándose a los demás componentes de la cesta de consumo al aumentar los costes de transporte y producción. «Esta tendencia, que seguramente se mantendrá los próximos meses, seguirá empujando la inflación subyacente al alza», agregan desde el centro de estudios de la entidad.

MÁS CLAVES

► **Infrafinanciación.** Los déficits de financiación pública contribuyen al empobrecimiento de los valencianos.

► **Deuda e inflación.** A mayor nivel de deuda de una región, mayor será el incremento de su IPC respecto a otras.

► **Estancamiento.** Los salarios crecen en los últimos años pero su valor se estanca. La media actual equivale a la de 2012.





Pérdida de poder adquisitivo

El aumento del precio de la cesta de la compra está por encima del incremento de los salarios lo que lastra a las familias considerablemente

EVOLUCIÓN DEL IPC



COSTE SALARIAL ORDINARIO

Cifras en euros del cuarto trimestre



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

GRÁFICO LP

Ante estas previsiones, la investigadora Mabel Pisá, profesora de Esic Business and Marketing School, advierte de que se producirá una reducción del consumo en los hogares. «Todo esto provocará que se estanque la demanda, lo que llevará a algunas empresas a realizar ajustes laborales, incluso a despedir. Esto afecta a toda la clase media de lleno», indica. Según señala, la inflación en España (7,6) está dos puntos por encima de la media europea (5,8) en febrero, una diferencia que se explica por el nivel de deuda. «Los países con una elevada deuda, junto con tipos de interés bajo, sufren un calentamiento de la economía, lo que genera una mayor inflación respecto a los países con menor nivel de deuda», añade.

Quien aporta un análisis rompedor sobre la situación es el catedrático de Fundamentos del Análisis Económico por la Universitat de València (UV) y director adjunto de Investigación del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), Joaquín Maudos. «Esta inflación se debe principalmente a que comparamos del exterior materias pri-

mas que se han encarecido, es decir, tenemos que pagar más por lo mismo. O, en otras palabras, nos hemos empobrecido y ese empobrecimiento lo hemos de repartir entre todos: trabajadores, empresas y sector público», manifiesta.

Tal y como lo ve Maudos, los trabajadores deben perder poder adquisitivo porque, si no, habría un efecto de «segunda ronda» muy peligroso. «Si los salarios suben lo mismo que el IPC, el empresario también subirá el precio del producto, la inflación se cronifica y perderíamos competitividad frente a otras regiones y habría destrucción de empleo», explica el catedrático, quien insiste en que «es una buena noticia» que los salarios crezcan por debajo de los precios.

Eso sí, considera fundamental que el Estado vele por los grupos más desfavorecidos. «La pérdida tiene que ser asumida por todos y eso implica alcanzar el llamado pacto de rentas. Es decir, pactar cómo distribuimos la pérdida de renta entre todos, obviamente mimando a los colectivos más vulnerables, a través de ayudas del sector público», afirma.

«Si nadie quiere asumir el coste de pagar más por lo importado, perderemos competitividad», asegura Joaquín Maudos (IVIE)

La baja productividad de las empresas valencianas explica la mayor pérdida de poder adquisitivo respecto a regiones como Madrid

Ante esta situación, manifiesta su rechazo a la medida del Gobierno de rebajar el precio de los carburantes, al considerarlo una iniciativa regresiva e insuficiente. «La rebaja del combustible no beneficia a la gente pobre, sino a la gente rica que tiene varios coches. Es una medida popular y populista, pero es regresiva porque se benefician mucho más los ricos que los pobres. No es equitativa». Por ello, lo que propone Maudos es que los salarios se revisen en función de la expectativa futura de inflación, que este mes es de 9,8%. «Sería un des-

propósito subir los salarios un 9,8%. Debe ser algo menor. Las empresas rentables y productivas que puedan permitirse subir los sueldos, que lo hagan. Pero hay que ponerse en la piel de una pyme turística, por ejemplo, cuyo cliente era el ruso. ¿Le puedes obligar a subir el salario un 7%? No, porque tendría que cerrar», señala. «Si nadie quiere asumir el coste de pagar más por lo que importamos, perderemos competitividad», concluye.

Aunque la crisis derivada de la pandemia y la inflación agravada por la guerra en Ucrania son la puntilla para la clase media valenciana, no hay que olvidar los motivos estructurales que han llevado a este grupo a acercarse al extremo de la pobreza durante los últimos años. En concreto, el estudio de Rafael Castelló-Cogollos lo achaca a los recortes de los presupuestos y contrataciones públicas, además del impacto negativo que ha tenido en el caso valenciano los déficits de financiación pública por parte de los gobiernos centrales. «La composición de las clases medias ha cambiado. Estas se han polarizado internamente, por lo que aho-

ra están menos cohesionadas», expresa la monografía, que indica que, en este camino, han sufrido un empobrecimiento y un acercamiento a las clases bajas. «Los tipos de trabajos y sus rentas se han reducido, también su consumo provocado por el aumento de los precios y ahora se necesitan más ingresos de capital para mantenerse en la posición», señala.

Estos factores configuran un escenario en el que las clases medias valencianas han visto cómo las relaciones de mercado han complicado el mantenimiento de sus condiciones de vida. El libro 'Camins d'incertesa i frustració' analiza y prueba cómo este estrato de la población valenciana, a diferencia del resto de territorios de España, ha sido especialmente perjudicado tanto por los mecanismos del mercado, como por el funcionamiento del Estado. «La sociedad valenciana se encuentra en un cruce en cuanto a su modelo económico y también respecto a la financiación autonómica, ya que una financiación justa podría tener efectos correctores», sentencia el estudio.

Economía

FORO FUTURO

Fórmulas contra la inflación Pacto de rentas, desindexar la economía, ajuste del gasto público y subida de los tipos



Los expertos abogan por vincular los avances salariales y el resto de la economía, en general, a la productividad y a la competitividad

Reclaman nuevos programas de ajuste fiscal para allanar futuras compras de deuda tras la esperada subida de tipos de interés

RAQUEL PASCUAL
MADRID

España, al igual que otros muchos países del mundo desarrollado, ha vivido una larga década de políticas fiscales y monetarias expansivas que se ha visto culminada por dos fuertes shocks inflacionistas. Primero, un choque de oferta grande tras la reapertura de la pandemia y un aumento de la demanda muy fuerte por el embolsamiento del ahorro acumulado en la crisis sanitaria. Y, después, un encarecimiento de los precios energéticos y de suministros agravado por la guerra en Ucrania.

Todo ello ha desbocado los precios, cuya tasa general roza los dos dígitos (9,8% en marzo). No obstante, la inflación subyacente, aunque alta (3,4%), puede decirse que aún está bajo control y, por tanto, se está a tiempo de frenar el enquistamiento de esta espiral alcista de los precios, pero solo si se toman las medidas adecuadas y cuanto antes. Eso es al menos lo que opina un grupo de expertos economistas reunidos en un nuevo encuentro del Foro Futuro, el observatorio de investigación económica organizado por **CincoDías** con el respaldo del grupo



“Si los salarios van a subir con el IPC, es mejor un ajuste fiscal y que la desaceleración haga el resto”

ALICIA GARCÍA HERRERO,
NATIXIS Y BRUEGEL

Santander, que ayer analizó las posibles soluciones al problema de la inflación.

El primero en exponer los posibles remedios para evitar, sobre todo, los denominados efectos de segunda ronda (contagio del alza de los precios de suministros y materias primas al precio final y a los salarios) que pueden crear un bucle inflacionista, fue el director de coyuntura económica de Funcas, Raymond Torres, quien propuso ayer actuar sobre tres pilares: medidas de desindexación de la economía, medidas fiscales y



“Un ajuste gradual de los tipos de interés, pero empezando lo antes posible, sería lo adecuado”

RAYMOND TORRES,
FUNCAS

monetarias. A raíz de estos tres cauces de actuación, el resto de participantes en este foro hicieron sus propias matizaciones o nuevas aportaciones a modo de ideas para contener el actual shock inflacionista.

La primera de estas vías, según Torres, consistiría en un pacto de rentas pero que solo podría materializarse con dos condicionantes. Para empezar, este economista destacó que se debe poner el acento en el poder de compra pero sin vincular los salarios al IPC sino a la productividad o a través



“Los avances salariales deben estar totalmente ligados a la productividad y competitividad”

SANTIAGO CARBÓ,
UNIV. DE GRANADA Y FUNCAS

de otras compensaciones en forma de reciclaje profesional o formación. Y, en segundo lugar, consideró que este pacto “no será realista” si antes no se paraliza la escalada del IPC, porque de lo contrario “se podrían alcanzar acuerdos muy elevados (de subidas salariales) que perjudicarían la competitividad de las empresas y de la economía”. Por ello, para parar esta escalada habría que actuar antes sobre los precios energéticos, opinó.

Esto debería llevarse a cabo a cabo a través una “política fiscal quirúrgica” que



“Deberíamos estar dispuestos a sacrificar un falso crecimiento hoy para evitar una mayor recesión”

FERNANDO FERNÁNDEZ,
IE UNIVERSITY

incluya “compensaciones a los sectores más afectados por la energía de manera que se mantengan a salvo en el mercado”; y, sería importante, añadió este economista, que la financiación con fondos europeos se vincule al ahorro energético. En esta línea añadió que esta política fiscal quirúrgica “debe recoger inversión en políticas renovables”. Para ello sería imprescindible vincular el tope del precio del gas al de los mercados a plazo de la electricidad, que ya reflejan la inversión en renovables. De ahí la relación entre el



“Pensionistas y funcionarios deben estar en el pacto de rentas y arrimar el hombro”

FRANCISCO PÉREZ,
UNIVERSIDAD DE VALENCIA **REVISTA**

pilar fiscal y la contención a corto plazo de los precios energéticos.

Y el tercer cauce de actuación citado por este economista es el de la política monetaria. En este punto, Torres reclamó “un ajuste gradual de los tipos de interés, pero empezando lo antes posible, sería lo más adecuado. De lo contrario, obligaría al BCE a hacer ajustes más agresivos, lo que sería más difícil de asumir por la economía”.

En este sentido, Francisco Pérez, profesor emérito de Análisis Económico de

Un producto de:  **Santander**



De izquierda a derecha y de arriba abajo: Raymond Torres (Funcas), Alicia García Herrero (Natixis y Bruegel), Francisco Pérez (Ivie), Fernando Fernández (IE Business School), José Antonio Vega (CincoDías) y Santiago Carbo (Universidad de Granada).

la Universidad de Valencia y **director de Investigación del Ivie** señaló que "los bancos centrales deben dejar claro que si es necesario adoptar medidas para controlar la inflación en el medio y largo plazo, habrá que tomarlas".

Más crítico fue Fernando Fernández, profesor de Economía del IE University, quien reprochó: "Hemos pecado en exceso de optimismo tanto en la política fiscal como en la monetaria. Por ello, ahora, los efectos de segunda ronda hay que anticiparlos y no esperar a que se produzcan".

Y eso, para Fernández, "no se puede controlar sin una desaceleración (de la economía) significativa, aunque no hablo de que sea necesaria una recesión", explicó. En concreto, indicó que el BCE debería de hacer "unas subidas de tipos importantes" y los Gobiernos políticas fiscales restrictivas. "Tendríamos que estar dispuestos a sacrificar un falso crecimiento hoy para evitar los problemas inflacionistas y una mayor recesión en el medio plazo", señaló el profesor del IE University.

En cuanto al pacto de rentas, estos expertos coincidieron plenamente en varias cuestiones. Principalmente en que los avances salariales que se acuerden deben estar

"totalmente vinculados a la productividad y a la competitividad de la economía", según destacó el catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Granada y director de estudios financieros de Funcas, Santiago Carbo.

Junto a este planteamiento coincidente, los participantes del foro recalcaron la necesidad de que este pacto reúna el mayor consenso posible y que esté liderado por el Gobierno, que debería dejar claro a los agentes económicos (empresas y trabajadores) que se ha producido un cambio y que todos deben asumir parte de las nuevas cargas.

En ese sentido, Fernández introdujo un cuarto pilar de actuación que está íntimamente relacionado con el pacto de rentas. Se trataría de "desindexar toda la economía". Con ello se refirió

Los analistas exigen al Gobierno que informe a la ciudadanía sobre los esfuerzos que deben asumir

a la necesidad de desligar del alza del IPC o niveles de precios similares cuestiones como la subida de las pensiones, del salario mínimo interprofesional o el incremento de las retribuciones de los empleados públicos. En esto, coincidieron también plenamente Carbo y Francisco Pérez. Este último precisó que "pensionistas y funcionarios tienen que ser parte de este pacto de rentas en el que todo el mundo arrime el hombro".

Si bien Alicia García Herrero, economista jefe para Asia Pacífico en Natixis, profesora en la Universidad de Ciencias y Tecnología de Hong Kong e investigadora Senior del *think tank* Bruegel, fue algo más allá con sus matizaciones a lo propuesto para el pacto de rentas al considerar que "una política de rentas se hace solo cuando se entiende el objetivo (...) porque es peor hacerla con un objetivo erróneo que no hacerla". Con ello quiso decir que si el acuerdo salarial al final consistiera en indiciar las retribuciones a la inflación sería mejor no adoptar ninguna política de rentas.

En ese caso, "sería más fácil simplemente un ajuste fiscal que amarre las presiones inflacionistas y dejar que la desaceleración haga el resto", concluyó García Herrero.

La zona euro necesita un nuevo 'whatever it takes'

R. PASCUAL
MADRID

Cuando se trata de atajar la espiral inflacionista a través de las políticas fiscales y monetarias, la necesidad de hacerlo evitando la indeseada fragmentación financiera merece un capítulo aparte. Sobre esa cuestión llamaron también la atención los participantes en el Foro Futuro organizado ayer por **CincoDías** y Santander. En concreto, a pesar de haber dejado atrás la anterior crisis financiera en Europa, el director de coyuntura y economía internacional de Funcas, Raymond Torres, advirtió ayer de que el BCE no puede interrumpir, tal y como ya ha anunciado que hará, todas las compras de deuda pública sin, a la vez, prever un instrumento de contención y prevención de fragmentación financiera en la zona euro. Así, detalló que "sería útil considerar algún instrumento nuevo de prevención de los ries-

gos financieros para formar una especie de *whatever it takes* -las palabras mágicas formuladas por Mario Draghi en 2012 para anunciar todo el peso del BCE para preservar al euro- monetario, distinto a las compras de deuda anunciadas hace años, porque la condicionalidad que llevaban asociadas dichas compras sería ahora muy difícil de cumplir".

El plan del BCE

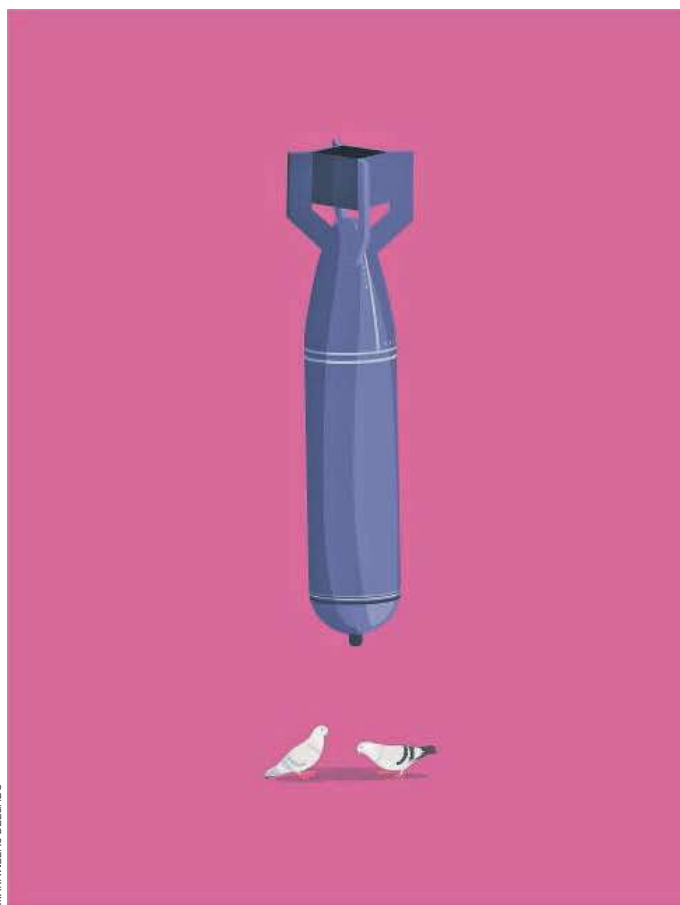
Este punto fue plenamente respaldado por el profesor de Economía del IE University, Fernando Fernández, quien cree que incluso el BCE podría estar esperando a tener ese mecanismo antes de subir los tipos. Pero opinó que sea cual sea la fórmula las compras de deuda deberán vincularse a procesos de ajuste, algo en lo que coincidió el profesor de la Universidad de Valencia y **director de investigación del Ivie, Francisco Pérez,**

Por su parte, Fernández aseguró que la mejor forma que tienen los Gobiernos de ayudar al BCE a contener la fragmentación financiera es "tomar conciencia de su propia vulnerabilidad financiera y fiscal". En el caso de España, en su opinión, el Gobierno "debería diseñar un plan de ajuste fiscal creíble a medio plazo y a ser posible negociado con los partidos que podrían gobernar". Si bien insistió en que este plan a medio plazo no puede eludir la necesidad absoluta de ajustes en el corto plazo: "No se puede mantener una política expansiva que aliente más la inflación", dijo Fernández. En este sentido, puso sobre la mesa una idea no exenta de polémica, ya que, a su juicio, el Gobierno debería abandonar la idea de gastarse cuanto antes los 70.000 millones del fondo europeo de reconstrucción, "porque es inflacionista".

RUSIA

MATILDE MAS

El botón nuclear no es suficiente



Putin nunca aceptó el descalabro de la URSS. Desde que tomó el poder ha perseguido recuperar territorios que según su criterio le pertenecen, aunque probablemente el principal motivo para invadir Ucrania haya sido el saberse ninguneado por las grandes potencias.

Es muy probable que no le hiciera ninguna gracia constatar que el tamaño de la economía rusa es aproximadamente igual al de España, país que está lejos de ostentar el liderazgo mundial al que Rusia aspira. Efectivamente, el PIB de la economía española en 2021 era solo un 15% inferior al de Rusia, cuando su población es aproximadamente la tercera parte. Como consecuencia, la renta *per capita* de España es 2,6 veces la de Rusia. Todavía son más notables las diferencias en términos de eficiencia. La productividad del trabajo en España —país que no se distingue por sus buenos registros en esta variable— más que triplica la rusa.

Pero su preocupación no es España, son las grandes potencias mundiales, la UE, y todavía más EE UU. Ambas son percibidas como amenaza, la primera por su proximidad geográfica y por las fuertes relaciones comerciales, y la segunda, porque desde los años de la Guerra Fría ha sido su bestia parda y principal responsable del ninguneo. China es la tercera potencia en liza. Pese a las demostraciones públicas de amor fraterno, y pese a compartir ambos el desprecio por las democracias en general y las occidentales en particular, Rusia tiene motivos sobrados para envidiar al gigante asiático. China ha seguido un camino muy distinto al suyo desde que Deng Xiaoping iniciara —a comienzos de los ochenta del siglo pasado— el camino de las reformas que le llevarían de una situación de atraso cuasi feudal a disputar el liderazgo tecnológico a EE UU.

Las diferencias de tamaño económico entre Rusia y las tres grandes potencias son

La economía rusa es similar a la española en tamaño, pero con mucha más población y menor productividad

Está atrapada en la maldición de los recursos naturales: es un país rico en ellos, pero incapaz de aprovecharlos

abrumadoras: el PIB de EE UU es 13,9 veces el de Rusia cuando su población es solo un poco más del doble; el de la UE es 10,4 veces mayor con una población que triplica la rusa; mientras que el PIB de China es 10,2, y la población, 9,4 veces mayor. También está muy lejos de los dos primeros en términos de renta *per capita*: la de EE UU multiplica a la rusa por un factor de casi 7, y la de la UE, por algo más de 3. Por el contrario, la de China es similar a la rusa en la actualidad, pero su crecimiento ha sido espectacular: el 8,1% anual de media en el periodo 1995-2021 frente al 2,9% de Rusia. Un abismo. Sin embargo, todavía debería ser motivo de mayor bochorno que la renta *per capita* de todos los países sin excepción que se unieron a la UE procedentes de la órbita soviética hayan crecido desde 1995 a tasas anuales superiores a la suya, y en el caso de los tres países bálticos, hasta casi dos puntos porcentuales más.

Estos resultados tan pobres son consecuencia de una economía atrapada en la maldición de los recursos naturales. Esta expresión se aplica a los países ricos en dichos recursos, pero incapaces de aprovecharlos para el beneficio de sus ciudadanos. Rusia no solo no supo sacar provecho en el pasado de su favorable posición de partida, sino que en la actualidad se ve abocada a la pérdida de riqueza que supone la transición energética y la desaparición en el medio plazo de las fuentes de energía contaminantes que son su principal activo.

China en 1990 era muy pobre, pero siguió una estrategia bien distinta a la de Rusia. Deng Xiaoping lanzó en 1986 el Programa 863 de ciencia y tecnología, cuyo objetivo era hacer a China independiente financieramente de las tecnologías extranjeras. Entre 1995 y 2019 el gasto en I+D creció a una tasa anual del 18% en China, frente al 3,7% de EE UU y el 3,1% en la UE y Rusia. Este enorme esfuerzo se ha destinado a levantar el potente sector tecnológico chino y a mejorar su competitividad global, amenazando seriamente el liderazgo de EE UU.

Las líneas anteriores ponen de manifiesto que Putin, con la invasión de Ucrania, ha acelerado las consecuencias de la maldición de los recursos naturales y ya solo le queda el botón nuclear, lo que no parece suficiente para convertirse en la gran potencia que sueña ser. También confirman que China ha hecho un gran esfuerzo para poder disputarle a EE UU el liderazgo mundial. Y, finalmente, constituyen una seria llamada de atención a la UE, que ha ido perdiendo paulatinamente peso en el tablero internacional.

Matilde Mas, Universitat de València e Ivie.

En las últimas semanas, uno de los centros de debate de política económica tiene que ver con la propuesta de España y Portugal (propuesta ibérica, en adelante) a la Comisión Europea para controlar el precio del gas en la península Ibérica, tras lograr en el último Consejo Europeo una “excepción ibérica” que permita abaratar los precios de la electricidad en ambos países.

Esta medida, que se plantea con carácter excepcional y temporal (hasta finalizar el año 2022), podría tener efectos inmediatos sobre la inflación, especialmente en España, donde la tasa interanual amenaza con superar el umbral de los dos dígitos en abril. La fijación de un precio máximo del gas de 30 euros megavatio hora (MWh) que recoge la propuesta enviada a Bruselas podría contener el precio de la electricidad hasta los 95 euros. Aunque este precio sería el doble del registrado hace un año, supondría menos de la mitad del nivel en el que se encuentra en estos momen-

MERCADO ELÉCTRICO

DAVID TINAJERO
Y MARÍA ROMERO

Excepción ibérica e inflación

tos (alrededor de los 280 euros MWh en marzo, según OMIE, el operador de mercado eléctrico). Dado que este es uno de los componentes, junto con el precio del petróleo, que más está tensionando el nivel general de precios de la economía española, la luz verde a esta propuesta podría contribuir a contener la inflación general. Según nuestras estimaciones, si se aprobase esta medida desde mayo hasta diciembre de 2022, la inflación general media anual, *ceteris paribus*, podría situarse en el entorno del 5%, es decir, un punto porcentual inferior que la previsión para 2022 sin tener en cuenta esta medida.

La agilidad en la aprobación de esta propuesta, entre otras medidas que se puedan adoptar, será fundamental para evitar que se produzcan los temidos “efectos de segunda ronda”, es decir, aquellos que resultan por el contagio del incremento de los precios a otros componentes de la cesta de la compra y hacia otro tipo de rentas, como salariales, alquileres

y pensiones, que supondrían incrementos adicionales de costes (empresariales, del hogar y públicos, respectivamente) y espirales inflacionistas que, de producirse, amenazarían el ciclo económico actual.

Aunque la propuesta ibérica no cambia el sistema de fijación de precios europeo, puede encontrar el escollo en Bruselas al restringir las ventas de electricidad a Francia. Sin embargo, la comercialización de energía hacia otros países europeos es francamente reducida, ya que, con datos de 2019, la exportación de productos energéticos apenas alcanzó un 7% del total, que equivale a 21.200 millones de euros.

Otro punto positivo a considerar de la propuesta ibérica es que no tendría efectos negativos sobre el déficit público, indicador mirado con lupa desde Europa y que necesitamos controlar en el actual contexto económico.

David Tinajero y María Romero, profesores de Afi Escuela de Finanzas.



Un laboratorio. EP

LA TRIBUNA

Financiar los intangibles, esa es la cuestión!

El autor aporta una batería de ideas para fomentar la financiación en España de actividades relacionadas con el I+D o la digitalización. Así mejoraría la productividad.

Joaquín Maudos @JMaudos
28 abril, 2022 03:08 GUARDAR

Para avanzar en el deseado proceso de digitalización es necesario invertir en tecnologías como la inteligencia artificial, la robotización, el *block chain*, el *e-clouding*, etc. Lo que tienen en común todas estas tecnologías es que requieren **invertir en activos que son intangibles**, como la I+D,

el *software*, las bases de datos, el diseño, la propiedad intelectual o la formación de los trabajadores.

Son muchos los motivos que justifican la importancia de aumentar el esfuerzo inversor en intangibles y la evidencia es concluyente al respecto. Si algo caracteriza a los países líderes en términos de productividad y renta por habitante, es el mayor peso que tienen los intangibles en la inversión total. Y si este es un resultado que se da a nivel macroeconómico es porque es fruto de lo que ocurre a nivel de empresa.

Como demuestra un estudio de McKinsey Global Institute de 2021, con independencia del sector analizado, **las empresas que invierten más en intangibles crecen más deprisa** y experimentan mayores ganancias de productividad.

Frente a los activos que son tangibles (como las infraestructuras, los equipos de transporte, la maquinaria, etc.), los intangibles presentan especificidades que dificultan su acceso a la financiación: son **difíciles de valorar dado lo incierto que es estimar sus beneficios futuros**.

También presentan serias dificultades para poder utilizarlos como garantía a la hora de obtener financiación, ya que son **difíciles de transferir y de recuperar su valor** en usos alternativos distintos a los que justificaron la inversión inicial (por ejemplo, hay *software* que se desarrollan para solucionar problemas en una empresa determinada pero que no tendrían valor en otras empresas).

Además, son inversiones que en muchas ocasiones requieren invertir en otros intangibles (como las bases de datos y el *software* que las rentabiliza), por lo que esa complementariedad hace que tengan escaso valor por separado, lo que dificulta su transferibilidad. No se registran como activos en el balance, ya que según las normas contables solo se activan si es probable que generen beneficios y si su valor se mide con fiabilidad. No existen mercados secundarios para su venta. Por último, presentan **gran incertidumbre y por tanto elevado riesgo** en la rentabilidad que ofrecen, etc.

Tenemos por tanto un auténtico rompecabezas que es necesario resolver. Por un lado, son activos en los que nos conviene aumentar el esfuerzo inversor, pero por otro lado presentan características que dificultan su acceso a la financiación. **Y sin financiación no hay inversión.**

Nos conviene aumentar el esfuerzo inversor en intangibles, pero presentan características que dificultan su acceso a la financiación

Con el objetivo de aportar recomendaciones para incentivar el esfuerzo inversor en intangibles, la Fundación de Estudios Financieros acaba de publicar un informe que he tenido el privilegio de dirigir, donde se ha reunido a un grupo de destacados expertos en temas relacionados con los intangibles como su **impacto sobre la productividad y el crecimiento**, sus características específicas, las dificultades de valoración, la importancia del capital privado y de la financiación bancaria, y el papel de las ayudas públicas.

En el informe se formulan una larga lista de recomendaciones agrupadas en tres bloques: financiación vía capital privado (*venture capital* y capital riesgo), financiación vía deuda (incluyendo la bancaria), y financiación pública de los intangibles.

Capital privado

En el caso de la financiación de los intangibles con capital privado, varias son las propuestas formuladas. La primera es facilitar la **salida a bolsa de empresas jóvenes**, que son las más intensivas en intangibles. Otra opción es eliminar la ventaja fiscal de la deuda, ya que los costes financieros son fiscalmente deducibles (una solución sería limitar la cuantía de la deuda deducible o incluir una deducción fiscal en los beneficios).

También se puede **avanzar en la creación de la Unión del Mercado de Capitales**, para ampliar el tamaño del capital privado o establecer una mayor colaboración público-privada a través de fondos de inversión que fomenten las coinversiones.

Del mismo modo, es posible una **mayor implicación de los fondos de pensiones y compañías aseguradoras**, dado el reducido peso que tiene la

inversión institucional en capital riesgo en España (solo aporta el 3% del total); mejorar los incentivos a la inversión de los *business angels*; mayor participación de grandes compañías en el sector del capital riesgo. Son propuestas cuyo objetivo es aumentar el tamaño del capital privado en España.

Financiación con deuda

Por lo que a la **financiación con deuda se refiere** (incluyendo la bancaria), la lista de recomendaciones también es larga. Desde fórmulas de colaboración entre compañías de seguros y bancos para que las primeras asuman riesgos crediticios de los segundos hasta el desarrollo de agencias especializadas en la evaluación de patentes y unificación de los niveles de protección de los derechos de la propiedad intelectual entre los países de la UE.

Otras ideas serían: el **estudio de la inclusión** de un factor de apoyo para un menor consumo de capital de los bancos a la financiación de los activos intangibles, al igual que existe en la financiación a las pymes; mayor transparencia por parte de los prestatarios sobre la descripción cualitativa y cuantitativa de intangibles, que contribuiría a reducir la asimetría de información y ayudar a un *scoring* crediticio más preciso; desarrollo de un mercado específico de derechos de propiedad que refuerce la liquidez de los activos, ya que mejoraría su uso como colateral del capital riesgo.

Por último, se puede plantear una **revisión de los regímenes de insolvencia** para facilitar la liquidación eficiente de activos intangibles, lo que ayudaría a preservar su valor en esa situación.

Financiación pública

Finalmente, en lo que a la **financiación pública** se refiere, los mecanismos de ayuda que existen en el caso concreto de la I+D pueden servir de referencia para extenderse a otros intangibles.

Entre las recomendaciones que emanan del informe destacan: aumentar la cuantía de las ayudas públicas a los intangibles, extendiendo los incentivos fiscales a intangibles distintos a la I+D y ampliando la lista de costes elegibles; avales públicos (estatales o regionales) para préstamos a empresas orientados a

fomentar su digitalización o en forma de préstamos preferenciales ofrecidos a través de bancos de desarrollo.

En el caso de los **beneficios fiscales**, diferir los créditos fiscales hacia el futuro (dado que en las empresas jóvenes los primeros años pueden ser de pérdidas) y compensaciones con una reducción de cotizaciones de la seguridad social; ayudas directas e incentivos fiscales para gastos en educación y formación en las empresas; inversión pública, directa o indirecta, a través de fondos públicos de capital riesgo.

Nuestros gobernantes harían muy bien si toman nota de esta **lista de recomendaciones** (que están en línea con las que formula la OCDE) para aumentar el esfuerzo inversor en activos intangibles.

Nos jugamos mucho si no aportamos la financiación que exige invertir en el **proceso de digitalización**, eje fundamental de nuestra estrategia de crecimiento para los próximos años.

Los intangibles son una de las principales fuentes de crecimiento de la productividad y en España la baja productividad es una de las asignaturas que tenemos pendientes desde hace demasiados años.

Por tanto, no desaprovechemos la oportunidad histórica que nos dan los fondos europeos *Next Generation* para avanzar en la digitalización, y adoptemos las medidas necesarias para mejorar la financiación de los intangibles.

*** *Joaquín Maudos. Catedrático de economía de la Universidad de Valencia, **director adjunto del Ivie** y colaborador del CUNEF.*

Opinión

Cómo mejorar la financiación de los intangibles



Jorge Yzaguirre

Se entiende por intangibles de una empresa los activos inmateriales y sin soporte físico que son una parte inherente a la misma, aunque sean de difícil valoración. Al hablar de intangibles nos referimos, además de a las inversiones en I+D, a patentes, programas informáticos, bases de datos, diseños, capacidades de gestión y formas de organización y distribución, estudios de mercado, etc. Se trata de elementos que son motores clave de la innovación, la productividad y el crecimiento de las empresas. A su vez, los intangibles son ampliamente reconocidos como la principal fuente de crecimiento futuro para la compañía.

Por todo lo anterior, las inversiones en estas áreas son estratégicas y están en el centro de la competitividad y la productividad de las empresas. Las condiciones de financiación desempeñan un papel fundamental en el desarrollo de la inversión en intangibles. Normalmente, los activos intangibles tienen características específicas que tienden a aumentar las asimetrías de información y dificultan su utilización como garantía en operaciones de préstamo, por lo que su financiación es más compleja que la de los activos tangibles. Esta dificultad de financiación de los intangibles explica que las empresas recurran cada vez más a los instrumentos de capital privado y a los beneficios no distribuidos, frente a las fuentes tradicionales de capital y bancarias.

Este problema se acentúa aún más en las empresas de creciente creación. Según datos del Banco Europeo de Inversiones, en las empresas jóvenes y de alto crecimiento los intangibles representan el 75% de sus activos totales, un 35% más que en las empresas maduras. Y son también las *start-ups* el colectivo de empresas que en una proporción más alta alude a no disponer de colateral como la principal dificultad para acceder a la financiación.

En este contexto, la Fundación de Estudios Financieros, sensible a los problemas de acceso a la financiación como impedimento para el crecimiento de la inversión, ha publicado un estudio en el que se analiza la financiación de los activos intangibles, aportando evidencia del caso español. El estudio, *Financiación de intangibles*, ha sido dirigido por **Joaquín Maudos** (director adjunto del Ivie y catedrático de la Universidad de Valencia) y en él se reúne una serie de contribuciones de destacados expertos en la materia, que analizan cuestiones como: a) la importancia de los intangibles como fuente de crecimiento de la productividad; b) los problemas de su financiación; c) las dificultades de su valoración; d) la importancia del capital privado (*venture capital* y *private equity*); e) la financiación bancaria de los intangibles; y f) el papel de las ayudas públicas a la financiación de intangibles, en el caso concreto de la I+D+i.

Son muchas y muy variadas las recomendaciones que se proponen en el estudio para que mejoren las condiciones en el acceso a la financiación de los activos in-

tangibles, tanto por la vía del capital privado, como de la financiación por parte de los bancos y la financiación pública. De entre ellas se destacan las siguientes:

- Facilitar la salida a bolsa de empresas jóvenes. En este sentido, sería conveniente explorar las posibilidades que otorgan nuevas fórmulas de acceso al mercado.
- Avanzar en el proyecto europeo denominado Unión del Mercado de Capitales y, en particular, en dos de sus iniciativas: la disminución de los costes y/o las barreras a los flujos de capital transfronterizos y la reducción de los costes de participar en los mercados financieros para las empresas.

- Mayor implicación de los inversores institucionales en el capital riesgo en España, dado que su peso es claramente inferior a la media europea (3% frente a 36%).

- Buscar fórmulas para superar las dificultades que existen actualmente con el objetivo de aumentar la capacidad de los intangibles para ser utilizados como colateral en las operaciones de financiación a través de deuda.

- Actualización del marco contable de forma que se pueda revisar la consideración tradicional de muchas de estas inversiones como gasto, estableciendo una serie de supuestos en los que puedan ser considerados activos.

- El estudio de la inclusión de un factor de apoyo (*supporting factor*) en el consumo de capital de los bancos a la financiación de los activos intangibles, al igual que existe para la financiación bancaria a las pymes.

- Mayor transparencia por parte de los prestatarios sobre la descripción cualitativa y cuantitativa de intangibles, que contribuiría a reducir la asimetría de información y ayudar a un *scoring* crediticio más preciso.

- Actualización del marco del capital de Basilea para que se incorpore la diversidad de categorías y tipologías de activos intangibles, sin que suponga la automática deducción de capital de los mantenidos por las entidades de crédito y sus filiales consolidables.

- Evaluar el actual sistema público de apoyo a la I+D+i, dados los pobres resultados que hasta ahora ha obtenido. De esa evaluación, se pueden extraer conclusiones de interés que pueden ser aplicadas a otros activos intangibles.

- En el caso de los beneficios fiscales, diferir los créditos fiscales hacia el futuro (dado que en las empresas jóvenes los resultados de los primeros años pueden ser de pérdidas) e incorporar compensaciones con una reducción de cotizaciones de la Seguridad Social.

- Inversión pública, directa o indirecta, a través de Fondos públicos de capital riesgo.

Desde la Fundación de Estudios Financieros esperamos que este estudio (disponible en www.ieaf.es) aporte sus reflexiones y conclusiones al debate sobre la necesidad de mejorar el acceso a la financiación de la inversión en activos intangibles en nuestro país, máxime teniendo en cuenta que el necesario proceso de digitalización es intensivo en este tipo de activos.

Presidente de la Fundación de Estudios Financieros

Las perspectivas de crecimiento tras el Covid-19 y el conflicto de Ucrania



Stéphane Monier

Los retos actuales del mundo se parecen más a la trama de un *thriller* que a una realidad que se ajuste a las previsiones económicas. La invasión rusa ha dado un vuelco a la estrategia energética de Europa y ha frenado las perspectivas de crecimiento en todo el mundo, ya que los cierres por Covid-19 en China se suman a las interrupciones de la cadena de suministro. Ante tales incertidumbres, las perspectivas macroeconómicas y de inversión son más cautelosas.

Aunque una amplia derrota ucraniana parece improbable a corto plazo, pequeñas ganancias territoriales en el este del país podrían permitir a Rusia declarar una victoria el 9 de mayo, la tradicionalmente importante celebración del país por la derrota de los nazis en 1945. Así, Putin lograría su objetivo de destruir la economía de Ucrania e impedir su éxito económico o político.

Sancciones y petróleo

El 8 de abril, la UE prohibió la importación de carbón, impidió que los barcos rusos accedieran a sus puertos y sancionó a otro grupo de oligarcas y sus familias. Ya se está debatiendo un sexto paquete adicional de sanciones de la UE, que podría extenderse a un embargo de las importaciones de petróleo. Con el presidente francés Emmanuel Macron elegido para un segundo mandato de cinco años, es posible que las sanciones impuestas por Estados Unidos, la UE y sus aliados se amplíen.

En todo el mundo, el suministro de petróleo sigue siendo escaso y los precios altos. Aunque la decisión de Estados Unidos y de la Agencia Internacional de la Energía de liberar las reservas estratégicas de petróleo debería aumentar la oferta y estabilizar los precios del crudo, la desaceleración de la economía mundial podría reducir la demanda. Desde la invasión de Rusia, el crudo *Brent* ha alcanzado precios de hasta 127 dólares por barril y de hasta 98 dólares por barril.

Inflación y desaceleración

La subida de los precios de las materias primas, desde el petróleo hasta los cultivos y los metales industriales, a raíz del conflicto, ha socavado las perspectivas mundiales, especialmente en Europa, que está experimentando una combinación de mayor inflación y menor crecimiento.

El Fondo Monetario Internacional describió hace unos días el impacto económico de la guerra de Ucrania como "un peligro claro y presente". El 19 de abril, el Fondo recortó sus perspectivas de crecimiento mundial por segunda vez este año, y ahora espera que la producción aumente un 3,6% en 2022, desde el 4,4% previsto en enero. En este contexto, se estima que un conflicto prolongado en Ucrania recortará entre el 0,5% y el 1% del crecimiento mundial este año.

Los mercados se enfrentan a un entorno difícil. El impacto de la guerra de Ucrania, la inflación sostenida, los ciclos de endurecimiento de los bancos centrales, las tensiones geopolíticas y la ame-

naza del Covid-19, especialmente en China, se suman a las incertidumbres.

Posicionamiento prudente

A medida que la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo se volvieron más beligerantes, tanto los bonos como las acciones han caído en lo que va de año. Esto ha puesto en tela de juicio las estrategias tradicionales de diversificación y se ha traducido en un sentimiento más débil de los inversores, ya que los mercados intentan valorar los riesgos de un error en la política monetaria.

¿Cómo deben pensar los inversores en la renta variable en este entorno inflacionista y de subida de tipos? La buena noticia es que muchos de los factores negativos ya se han incorporado a la narrativa del mercado y, por tanto, se han descontado, al menos en parte, en los valores de las acciones, mientras que el crecimiento económico se está desacelerando desde niveles altos y sigue siendo positivo. Los informes de resultados del primer trimestre acaban de empezar. En conjunto, el consenso tanto en EEUU como en Europa es positivo, y para 2022 las previsiones apuntan a un crecimiento de los beneficios por acción (BPA) para todo el año del 10% en EEUU y del 11% en Europa.

Sin embargo, esto sólo cuenta una parte de la



historia de los beneficios empresariales. Aunque el consenso para el crecimiento del BPA en el primer trimestre para los valores del S&P 500 es del 4,5%, esto se debe casi exclusivamente al aumento de las estimaciones para la energía, con los sectores de materiales, industrial, sanitario y tecnológico que también contribuyen al aumento. Excluyendo la energía, se espera que los beneficios de los tres primeros meses de 2022 caigan un 1,1%.

Así, tiene sentido mantenerse invertido y bien diversificado con un sesgo de calidad. Optamos por una infraponderación en renta fija y una posición neutral en renta variable con infraponderación en valores de pequeña capitalización, preferencia por las exposiciones en los segmentos de Reino Unido e incremento de exposición a valores estadounidenses dadas las características más defensivas de ese mercado, una mayor dependencia del mercado nacional y una menor exposición a la guerra de Ucrania. También hemos mantenido nuestra sobreponderación en una cesta diversa de materias primas, así como una asignación al sector inmobiliario europeo y un mayor colchón de efectivo.

Chief Investment Officer en Lombard Odier Private Bank