

Dossier de prensa

08/12/2023 – 14/12/2023



NOTICIAS

[Viernes, 8 de diciembre de 2023](#)

Santiago Carbó

Los presupuestos públicos que vienen (en una España envejecida y una Europa vigilante). *El Correo*, podcast. ([enlace](#))

[Sábado, 9 de diciembre de 2023](#)

Santiago Carbó

Política fiscal y resiliencia del empleo. *Diario de Sevilla, Economía*. ([pdf](#))

[Domingo, 10 de diciembre de 2023](#)

Rafael Doménech

Doble dividendo del pleno empleo. *El mundo, Macro, Opinión*. ([enlace](#)) **bajo registro de pago**.

[Martes, 12 de diciembre de 2023](#)

Francisco Pérez

TVE Programa "La hora de la 1". Financiación autonómica (1:44:46).

<https://www.rtve.es/play/videos/la-hora-de-la-1/12-12-23/7033410/>

[Jueves, 14 de diciembre de 2023](#)

Santiago Carbó

De un año de transición a un año con moderación de la inflación. *Cinco Días, Opinión* ([pdf](#)).

PANORAMA | Economía

ANÁLISIS

● Los países europeos son conscientes de que, sin llegar a los extremos del periodo 2010-2012, hay que volver a una senda de déficit que ponga fin a la política expansiva que vino con la pandemia

Política fiscal y resiliencia del empleo

SANTIAGO CARBÓ

Catedrático de Análisis Económico y director de Estudios Financieros de Funcas



TRAS casi cuatro años de política fiscal expansiva en prácticamente todo el mundo, se aproxima la hora de ciertas normas que supongan un punto de inflexión, o, como poco, una moderación del crecimiento del gasto. En el ámbito de la Unión Europea (UE) las debatidas reglas fiscales serán el marco de referencia para el futuro. A la hora de escribir este artículo, se ultimaba en la reunión del Eurogrupo, aún bajo la Presidencia española de la UE, el nuevo marco de reglas fiscales, que serán más restrictivas. El difícil y largo proceso de negociación de las reglas fiscales muestra las discrepancias internas pero quizás también, en el fondo, nadie quiere aún retirar todos los estímulos para evitar dañar la actividad económica y la resiliencia del empleo.

La política fiscal ha sido determinante para el sostenimiento de las economías desde 2020, primero para atenuar los efectos económicos de la pandemia y luego para suavizar el impacto de la guerra en Ucrania y la subida de los precios de la energía. Eran dos precipicios de los que los gobiernos de todo el mundo decidieron alejarse aplicando una expansión del gasto público. No solamente fue lo fiscal lo que apoyó las economías y el mantenimiento de la demanda, también la política monetaria y el sistema financiero hasta impidieron el colapso del crédito hasta principios de 2022, y desde esa fecha, una vez la inflación se comprobó que iba a ser elevada y persistente, y que la economía respondía mejor de lo esperado, los bancos centrales modificaron radicalmente su estrategia de tipos de interés, con notables y sucesivas subidas del precio del dinero. En ese entorno inflacionario, era lo lógico

o lo que la historia dictaba. Al igual que se esperaba una política fiscal menos expansiva, para coadyuvar a reducir el crecimiento de los precios. Sin embargo, esto último no ocurrió. La moderación de la inflación –sin duda una buena noticia– acontecida a lo largo de 2023 ha venido acompañada sorprendentemente de una política fiscal aún expansiva, como muestran los déficits públicos por encima del 3% del PIB. El resultado es que buena parte de las economías, con este nivel de gasto fiscal y a pesar de las fuertes subidas de tipos se encuentran cerca de su *output* potencial y el pleno empleo. Si bien es cierto que con más éxito en unos países que en otros. Y, en general, con riesgos de una inflación más persistente al no enfriarse la economía.

Muchos estímulos y ayudas introducidas anteriormente por el incremento del coste energético se han ido retirando, y otros lo harán en 2024, pero el tono de la política fiscal ha continuado siendo expansivo. En Estados Unidos, en la UE y en nuestro país. Y otras fuerzas potencialmente inflacionarias se han añadido estos años. El salario mínimo ha crecido significativamente –impulsado por los gobiernos– en buena parte de los países, incluido España. Es un soporte importante de la demanda que además se suele trasladar, al menos parte, al resto de salarios. El crecimiento de los sueldos en los países centrales de la UE ha sido llamativo en los dos últimos años, lo que le ha convertido en fuente de preocupación del BCE por posibles “efectos de segunda ronda” que podrían retroalimentar la inflación. Por su parte, la evolución salarial de la población ocupada en España, aunque ha sido al alza, no ha experimentado los mismos incrementos. Sin embargo, un apoyo al mantenimiento de la demanda en España ha sido el crecimiento de las pensiones –por ejemplo, un 8,5% en 2023 y un 3,8% esperado para el ejercicio próximo– nada alineado con los incrementos salariales. No obstante, esta estrategia, como no cabe de otro modo, despierta gran inquietud por su cre-



El ajuste se debe producir en un contexto de escasez de mano de obra y alza de salarios

ciente peso en el gasto público, su sostenibilidad a futuro y por serias cuestiones de equidad intergeneracional.

En el ámbito del mercado de trabajo, los factores demográficos y tecnológicos están jugando un papel importante en la evolución salarial y en la perspectiva del conjunto del mercado de trabajo. Las presiones al alza de los sueldos en muchos países acontecen por falta de trabajadores, cualificados y no cualificados. Ante su escasez, la búsqueda de factor trabajo y talento es global. En Alemania, por ejemplo, señalaba el semanario británico *The*

Economist, hay 730.000 puestos sin cubrir en las oficinas de empleo, un máximo histórico. Si a ello se le une el aumento de la productividad que la tecnología está permitiendo y lo que vendrá con desarrollos como la nueva inteligencia artificial, el crecimiento de los salarios a escala global solo ha empezado. Hay que contar con ello para cualquier diseño de políticas en años venideros.

Este entorno es en el que las nuevas normas fiscales deberán operar. Con economías, muchas de ellas, al menos, cercanas al *output* potencial y pleno empleo –¿sobrecalentadas?–, y donde la política fiscal debería comportarse para permitir una vuelta a déficits no superiores al 3% del PIB y a una reducción paulatina de la deuda pública sobre el PIB. No se quieren cometer los errores de la crisis financiera global pero se es consciente de que hay que vol-

ver a una senda fiscal con menos alegrías. No será fácil tomar medidas impopulares –como “recortes” en sanidad o educación– porque ya conocemos las consecuencias políticas de lo aplicado en la UE en 2010-2012. Harán falta soluciones más imaginativas en lo fiscal (como sería una verdadera reorganización y digitalización del sector público). También, en un contexto demográfico y tecnológico diferente, a medio plazo son necesarios avances en materia de reformas estructurales para reforzar notablemente innovación, productividad, competitividad y crecimiento que permita disminuir sostenidamente el peso relativo de la deuda pública, si se logra que el PIB y el bienestar crezcan con fuerza. Y todo ello, con un reparto de beneficios y cargas que permita un entorno social con menores desequilibrios intergeneracionales como los actuales.

Opinión

De un año de transición a un año con moderación de la inflación

kioskoymas#franrod@ugr.es

kioskoymas#franrod@ugr.es

Por Santiago Carbó. La cautela debería reinar en los próximos meses en los bancos centrales, para no dar volantazos y tener que subir tipos de nuevo

Catedrático de Economía de la Universidad de Valencia y director de estudios financieros de Funcas

Este miércoles la Reserva Federal ha confirmado algo que se percibía desde hace bastantes semanas. No ha tocado los tipos de interés. Muy probablemente tendrá continuidad hoy, con la reunión del Consejo del Banco Central Europeo, donde no se esperan cambios en el precio del dinero. Parece que se ha cerrado de modo casi definitivo el ciclo alcista de tipos de los dos últimos ejercicios. Mejor añadir la palabra casi ante la montaña rusa de shocks desde 2020 y, en un plazo más largo, desde 2008. El escenario central es que se da carpetazo al periodo de política monetaria restrictiva y el sentimiento de mercado es que 2024 será testigo de las primeras reducciones del precio del dinero, para muchos, tan pronto como en primavera.

¿Qué ha pasado en 2023 para este vuelco en las expectativas? El 9 de enero escribía en estas mismas líneas que este año tenía toda la pinta de ser de transición y que realmente cabía esperar que las buenas noticias sobre la inflación se visibilizarían en 2024 y 2025. En parte, ha podido ser de transición porque a pesar de la gran intensidad y aceleración de la medicina aplicada –subidas de tipos– hasta verano, no todos los efectos se han percibido este año. Sin embargo, los últimos meses han estado marcados por una mayor moderación inflacionaria en Europa y Estados Unidos de la esperada, sin haberse producido, hasta ahora, un descarrilamiento grave de la actividad económica y empleo. El dato de inflación de Estados Unidos publicado el martes continúa apuntando a la moderación. Estamos dentro de las coordenadas de aterrizaje suave de la actividad económica tras las fuertes subidas de tipos de interés.

La economía se ha desacelerado y continúa en ello –por ejemplo, como muestran los últimos datos del indicador adelantado PMI, Purchasing Managining Index, para la Unión Europea–, pero parece estar más cerca de la atonía que de caída significativa o derrumbe de la actividad. El mercado de trabajo está resistiendo razonablemente bien, algo que también repercute en la fortaleza del consumo. Nada hace prever que la campaña de Navidad no esté en línea de la del año pasado, el primero de



Edificio de la Reserva Federal en Washington. GETTY IMAGES

normalidad tras la pandemia. El menor impacto efectivo de la subida del precio del dinero sobre la actividad económica y empleo puede demorar que los bancos centrales se planteen reducciones en tipos. Las declaraciones de las autoridades monetarias de esta semana confirman esa escasa urgencia. Los mercados, sin embargo, ya descuentan reducciones en primavera de 2024. Quizás con algo de premura. Demasiado pronto para saber qué pasará los próximos seis meses.

La cautela debería reinar en los próximos meses. Así lo han recordado en sus últimas declaraciones públicas los presidentes de los principales bancos centrales. Sigue la estrategia de ir reunión a reunión y viendo lo que dan de sí los datos. Es cierto que los temidos efectos de segunda ronda, que amenazaban hace medio año sobre todo a Estados Unidos y los países centrales del euro (que han presentado incrementos salariales mayores), no parecen haberse materializado. No obstante, esto no es garantía para el futuro. Eso sí, los mercados energéticos, sobre todo el del petróleo, se han com-

portado de una forma casi sorprendente, especialmente tras el inicio del conflicto entre Israel y Gaza. Todo el mundo aguantó la respiración en las primeras semanas de la guerra por miedo a una escalada que habría multiplicado la virulencia del conflicto –de por sí ya devastador en pérdidas humanas–, también por el lado de la economía.

Cualquier conflicto en Oriente Medio suele derivar en incremento del precio del petróleo, pero en este caso y hasta la fecha, no ha sido el caso. No obstante, los bancos centrales harán bien en seguir monitorizando la situación de los precios de la energía en los próximos meses, para poder ratificar la actual tendencia a la moderación de la inflación y sentirse ampliamente cómodos con una posible reducción de tipos que, si las cosas siguen igual, se produciría, no para ayudar a la economía, que no parece necesitarlo con urgencia, sino como consecuencia de que los precios remiten con claridad.

No se puede olvidar que a los bancos centrales les importa más la inflación subyacente, la que no tiene en cuenta energía ni productos frescos en su cómputo, que el IPC, y aunque la primera se ha moderado también, está significativamente por encima de la segunda. Asimismo, algunos precios (como los de determinados servicios) suelen tener un mayor peso en las decisiones de las autoridades monetarias. En la actualidad, esos precios se han moderado menos, por lo que pueden demorar un cambio en la coyuntura monetaria.

En suma, nos quedan meses de espera hasta saber si los bancos centrales comienzan a bajar tipos. La cautela parece exigirlo, porque no se quiere dar volantazos innecesarios, como sería comenzar a reducir, para luego tener que subir el precio del dinero de nuevo. La moderación de la inflación no es necesariamente lineal ni proporcional a lo largo del tiempo y de la experiencia del pasado, no se pueden descartar sustos significativos. Eso sí, si se confirmara que la moderación de la inflación continúa, el proceso de crecimiento de precios, cuya duración se infravaloró al principio, habría resultado ser menos persistente de lo que hace unos meses se esperaba. Solamente en este escenario, se podría vislumbrar una reducción de tipos en 2024. Eso sí, probablemente sin las urgencias del mercado.



El mercado de trabajo está resistiendo razonablemente bien, algo que también repercute en la fortaleza del consumo