

Carta de la Redacción

La incertidumbre que nubla los ejercicios de previsión sobre la recuperación de la economía española está directamente asociada a la gravedad de los rebotes de COVID-19 que en estos momentos asolan a buena parte del país y a las dificultades para hacer un pronóstico sobre la inmediata evolución de la enfermedad. Si no fuera porque vivimos una situación extraordinaria, llamaría la atención que en apenas unos meses se produzca un empeoramiento tan notable de las previsiones de crecimiento del año en curso. La evaluación de los riesgos que comportan las previsiones anticipa los posibles obstáculos que tendrá que sortear la economía española en los próximos meses, casi todos ellos subordinados a lo que pase con la pandemia. Un agravamiento de los rebotes o nuevas oleadas del COVID-19 obligarían a las autoridades sanitarias a la adopción de medidas restrictivas de movilidad, cuarentenas o confinamientos que supondrían la paralización de algunas actividades productivas con el consiguiente efecto sobre las rentas e, indirectamente, sobre las expectativas de los agentes económicos, con repercusión más que notable sobre el consumo privado y la inversión empresarial. Por el contrario, el control de la propagación del virus, o la disponibilidad de una vacuna segura, supondrían un *shock* positivo sobre las expectativas que, con toda probabilidad, posibilitaría la expansión de las decisiones de gasto de hogares y empresas.

Los datos conocidos revelan que la evolución de la actividad en toda Europa durante los últimos seis meses ha estado ligada a la implantación, primero, y a la flexibilización y levantamiento, después, de las medidas de contención derivadas de la evolución de la pandemia. Dicha evolución ha sido notablemente peor en España, con un desplome de la demanda interna

y de los servicios de mercado superior al de las otras grandes economías de la eurozona. El empeoramiento de previsiones para 2020 trae causa principalmente, como señalan RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ en su artículo, del aumento del número de casos diagnosticados, de su efecto sobre las recomendaciones de no viajar a España y de la introducción de cuarentenas por diversos países europeos, con el consiguiente impacto sobre el turismo internacional y sobre la confianza de los agentes económicos. La caída prevista del PIB en 2020 se estima en un 13%, con diferencias muy significativas entre sectores: los asociados al turismo, ocio y cultura se contraerán un 35% y el resto, un 4%. La recuperación en 2021 podría situarse en un valor medio del 7,9%. En el mercado de trabajo, los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) por fuerza mayor han contenido el crecimiento del paro durante 2020 que, no obstante, se aproximará al 20% de la población activa en el último trimestre del año, 6 puntos más que un año antes. Queda la duda de cuál será la respuesta de las empresas a la finalización de los ERTE y el efecto de su nueva regulación en términos de calendario, condiciones y sectores protegidos.

Dos hitos clave en la senda de recuperación, de carácter endógeno a la política económica y relacionados entre sí, son el Plan Europeo de Recuperación y los Presupuestos Generales del Estado para 2021. En ambos casos, una programación acertada y una aprobación sin retrasos del marco presupuestario para el próximo año deberían abrir el camino a la recuperación de la economía, tanto mayor cuanto mejor se aborde el proceso de reformas y la adopción de los cambios estructurales que necesita la economía española. En un escenario sin reformas, las ayudas europeas aportarían un plus de actividad pero con una tasa de crecimiento

potencial que, según las estimaciones de Funcas, convergería a medio plazo hacia su nivel inercial del 1,6% anual. En un escenario con reformas, en cambio, los estímulos fiscales elevarían el crecimiento potencial hasta el 1,9% anual.

Por su papel determinante en la anterior crisis financiera y también por su significación en el conjunto de la economía española, el sector inmobiliario merece una atención especial que se acrecienta en tiempos de crisis económicas. El artículo de CARLOS OCAÑA P. DE TUDELA y RAYMOND TORRES actualiza un trabajo anterior sobre las principales tendencias del mercado de la vivienda, evaluando ahora los efectos del COVID-19 sobre la demanda, la oferta y los precios. Por una parte, la caída del número de transacciones durante las semanas del estado de alarma solo se ha recuperado en cifras aún muy modestas, pero la evolución del crédito nuevo para compra de vivienda muestra una recuperación mucho más intensa. La deducción es que este distanciamiento entre ambas variables puede deberse al retraso en la formalización de operaciones, de modo que el impacto de la pandemia sobre la demanda habría sido, hasta el momento, moderado. Los indicadores de oferta también presentan una recuperación vigorosa del sector, anticipando un efecto también moderado por esta vía. Atendiendo a las tendencias detectadas, cabe prever una reducción del precio medio de la vivienda entre el 5% y el 8% para el conjunto del año, si bien será diferente según la ubicación y características de cada vivienda.

El impacto de la pandemia entre diferentes sectores institucionales (administraciones públicas, empresas, hogares) es objeto de atención en los siguientes trabajos de esta edición de *Cuadernos de Información Económica*.

Una de las consecuencias más ostensibles de la crisis derivada de la pandemia es el enorme aumento del déficit y de la deuda pública. Las medidas discrecionales de aplazamientos de impuestos, aumento del gasto sanitario y prestaciones dirigidas a trabajadores y autónomos se suman a la caída de ingresos, por efecto de los estabilizadores automáticos, provocada por el desplome de la producción y del consumo. El artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ revisa las previsiones de déficit de 2020 y detalla las causas del empeoramiento de las cuentas públicas. El impacto de las medidas aprobadas por las administraciones públicas se estima entre 46.000 y 54.000 millones de euros, aunque podría ser mayor en función del alcance de algunas prestaciones y programas de gasto hasta final de año. Si a ello se añade la desfavorable evolución de

la recaudación de impuestos y cotizaciones sociales, el déficit en 2020 podría estar entre el 12% y el 14% del PIB. Aunque en 2021 no es aconsejable una retirada de los estímulos fiscales, el salto hacia un nuevo escalón en el nivel de deuda pública, más allá del 120% del PIB, deteriora los indicadores de sostenibilidad de la deuda y abrirá nuevos debates sobre el momento, la intensidad y la forma de llevar adelante un proceso de consolidación fiscal con una nueva senda de déficit público.

La financiación extraordinaria requerida por el sector público para hacer frente a las necesidades de gasto de la crisis pandémica tiene su paralelismo en el sector de las empresas no financieras. El repentino y fuerte descenso de la cifra de negocio genera un problema de liquidez que, salvo financiación externa, podría dar lugar en muchos casos a una cadena de impagos de consecuencias muy negativas para el conjunto del tejido empresarial. Como señalan en su artículo SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, el papel de la banca está siendo determinante como canalizadora de los programas de financiación con aval público. El crecimiento de la financiación a las empresas en España ha estado en tasas superiores al 6% interanual en el mes de junio y es muy probable que haya seguido al alza en los meses posteriores. Resulta complejo anticipar, en cambio, cuánto tiempo pueden extenderse estos flujos de financiación sin que se resienta la calidad crediticia. La estrecha vinculación de la morosidad con el deterioro del empleo anticipa un aumento de la misma en los próximos meses. El papel de los bancos será también decisivo en la nueva fase de recuperación que ya se ha iniciado, facilitando recursos a aquellas actividades viables con potencial de crecimiento.

Numerosas han sido también las medidas implementadas para amortiguar el impacto económico del COVID-19 sobre los hogares españoles, especialmente en forma de prestaciones vinculadas a los ERTE, ayudas extraordinarias para autónomos, moratorias en hipotecas y alquileres, bonos sociales, suspensión de desahucios, etc. Por fortuna, como puede comprobarse en el artículo de JOAQUÍN MAUDOS, la anterior etapa de crecimiento había facilitado un elevado desendeudamiento de las familias españolas, de modo que el servicio de la deuda (intereses más amortizaciones) en términos de su renta disponible se había reducido a casi la mitad entre 2008 y 2019, situándose en torno al 6%, en un nivel similar al de Alemania y por debajo de Francia o Reino Unido. Sin embargo, los valores medios no permiten advertir los factores de vulnerabilidad y la distinta capacidad de resistencia de los hogares ante un imprevisto

económico, incluso de una magnitud reducida. Con datos de la última *Encuesta de Condiciones de Vida*, se observa que algo más de un tercio de los hogares declara no poder hacer frente a un gasto extraordinario de 700 euros, porcentaje en todo caso no muy superior a otros países europeos como Francia o Alemania. Pero más que las cifras promedio, es interesante detectar qué colectivos son los más vulnerables: jóvenes, personas con menor nivel educativo, extranjeros y hogares monoparentales o de mujeres mayores que viven solas. El trabajo concluye destacando la importancia que las prestaciones sociales están teniendo para contener el impacto de la crisis sobre la desigualdad y la pobreza.

El impacto más fuerte de la pandemia sobre el sector exterior se ha producido en la rúbrica de exportaciones de servicios turísticos. Sin embargo, la caída de las exportaciones de bienes durante los meses de confinamiento ha sido también espectacular. JUAN DE LUCIO, RAÚL MINGUEZ, ASIER MINONDO y FRANCISCO REQUENA realizan en su artículo una comparación del desplome de las exportaciones durante la crisis sanitaria con la situación vivida en los mismos meses de 2009, justo en los comienzos de la Gran Recesión en España. La base de datos utilizada no solo revela que la caída entre marzo y junio de 2020 ha sido mayor (28% respecto al año anterior) que en el mismo periodo de 2009 (18%), sino que permite desagregar el efecto de las empresas que entran y salen del mercado de exportación junto con la diversificación de su cartera de productos y destinos, y la contracción en el valor de las relaciones comerciales ya existentes a nivel de empresa, producto y país, que ha sido el principal intérprete del desplome de las ventas al exterior. El impacto ha sido especialmente negativo en los sectores de automoción, combustibles, maquinaria eléctrica y maquinaria mecánica, y solo unos pocos sectores, como alimentación y farmacia, aumentaron sus exportaciones.

El referido papel central de la banca, española y europea, en el proceso de financiación de las empresas durante la crisis del COVID-19, tiene lugar en un contexto de bajos niveles de rentabilidad y enfrentándose a incertidumbres sobre la trayectoria futura de la calidad de sus activos financieros, de sus resultados y de sus niveles de solvencia. El artículo de ÁNGEL BERGES y JESÚS MORALES confronta la suspensión de los test de estrés de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) con la realización de dichos test por parte de la Reserva Federal (Fed), completando las pruebas de resistencia con un análisis de sensibilidad ideado para riesgos de cola como la pandemia. Las lecciones que se pueden extraer del ejercicio realizado por la Fed,

a pesar de sus limitaciones, podrían ser de utilidad para los test de estrés previstos en Europa para 2021 y para alumbrar el debate incentivado por la propia EBA sobre las debilidades de las pruebas de resistencia anteriores.

El estudio de herramientas reguladoras que mejoren la estabilidad financiera e impidan nuevas crisis ha sido objeto de atención, tanto en el ámbito académico como en el político, tras la última crisis financiera. Entre las alternativas propuestas para corregir las externalidades negativas de la operatoria de muy corto plazo y de los efectos de la volatilidad sobre la desviación de los precios respecto de los valores intrínsecos de los activos, destaca el impuesto sobre las transacciones financieras. El examen que llevan a cabo GIULIO ALLEVATO y ANTONIO DE VITO pone de relieve los potenciales efectos negativos de la propuesta efectuada por la Comisión Europea, principalmente por la posible incidencia en los volúmenes de *trading* no especulativo, por su impacto en el coste del capital y, en un contexto de mercados globales, por cuanto podría facilitar la deslocalización hacia países que no participen de este tipo de impuestos. En el caso concreto de su implantación en España, los autores advierten de las dificultades de exigibilidad y liquidación en las transacciones realizadas fuera de las fronteras nacionales con partes extranjeras, así como de los riesgos de sustitución y deslocalización, que pondrían en tela de juicio la eficacia del impuesto. Si a pesar de todo se opta por su implantación, se recomienda que sea el resultado de un acuerdo multilateral entre los países de una misma región del mercado.

El último artículo de esta edición de *Cuadernos de Información Económica* examina la posición española en el comercio exterior de productos de alta tecnología que, como señala RAMON XIFRÉ, es un buen indicador de la extensión y solidez del sistema nacional de producción de conocimiento. El peso de las exportaciones de este tipo de bienes sobre el total de exportaciones está entre los más bajos de los veintisiete países de la Unión Europea, con apenas el 5,5%. Aunque sigue siendo una cuestión abierta cuáles son los determinantes de este tipo de exportaciones, la literatura sugiere que más allá de la inversión en I+D hay que prestar atención a la capacidad de atracción de inversión extranjera y de colaboración en proyectos científicos internacionales de gran envergadura. Por sectores, las exportaciones se concentran en aeronáutica, química, electrónica y telecomunicaciones. El saldo exportador de España es claramente negativo, tanto en sus relaciones con los países de la UE como con los países que no forman parte de la Unión.

