

Carta de la Redacción

La recuperación se retrasa. La enumeración de los riesgos que pueden alterar los escenarios centrales de cualquier ejercicio de previsión económica incluye, como condicionante principal, la evolución de la pandemia. Y a falta de tratamientos demostradamente eficaces contra la COVID-19, eso pasa por cuál sea el desarrollo del proceso de vacunación. Las principales palancas de la recuperación económica solo podrán ejercer todo su potencial en condiciones sanitarias de aislamiento del virus. El consumo de los hogares, el turismo internacional, las exportaciones y la inversión empresarial necesitan, para impulsar la producción interna y el empleo, un escenario de seguridad frente a la pandemia.

En las próximas semanas la Unión Europea se juega gran parte de su credibilidad ante una ciudadanía que asiste perpleja a las vicisitudes en las que se mueve la adquisición y aplicación de las vacunas en el continente, sobre todo por comparación con la diligencia con que se actúa en otros países avanzados. Por el momento, las medidas de restricción a la movilidad y las limitaciones a la actividad de numerosos servicios ante la nueva oleada de contagios, así como la desgraciada gestión del proceso de vacunación por parte de la Comisión Europea, retrasarán varios meses la recuperación de la economía española, comprometiendo el que debería ser su principal factor impulsor: el turismo internacional.

El artículo de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ evalúa el impulso expansivo de los fondos europeos y de la demanda embalsada, en 2021 y 2022. La absorción de parte del sobreahorro generado durante la crisis dará lugar a un fuerte crecimiento del consumo privado y la normalización del turismo debería facilitar una notable mejoría de la aportación del sector exterior a

la recuperación de la economía. Las últimas previsiones de Funcas sitúan la tasa de crecimiento en un 5,7 % en 2021 y en un 6,3 % en 2022. Pero su cumplimiento depende crucialmente de la normalización del turismo, puesto que el impacto del plan de inversiones y reformas asociado a los fondos europeos será menor y más dilatado en el tiempo. Si el proceso de vacunación se retrasa y la recuperación del turismo tarda en llegar, las previsiones empeorarían restando hasta 1,5 y 1 puntos de crecimiento en 2021 y 2022 respectivamente. De nuevo, por tanto, y tal como viene sucediendo desde el comienzo de la pandemia, la situación sanitaria determina la economía.

Entre los factores que pueden tener mayor incidencia en la intensidad y consolidación de la recuperación, la política económica ocupa un lugar destacado, tanto por el papel que pueden desempeñar las ayudas directas de apoyo a las empresas viables en riesgo de insolvencia, como por la puesta en marcha de una agenda de reformas acorde con las exigencias de la transformación digital, ambiental y social de la economía española. El artículo de IRENE PEÑA y PABLO GUIJARRO toma como punto de partida la necesidad de completar las medidas aplicadas hasta el momento con otras que, además de evitar una potencial oleada de insolvencias, refuercen la estructura financiera de las empresas para afrontar los esfuerzos inversores que requiere la adaptación a las nuevas exigencias de digitalización y sostenibilidad. El paquete de medidas de apoyo a la solvencia aprobado recientemente por el Gobierno incluye, además de ayudas directas a pymes y autónomos y otras destinadas a operaciones de reestructuración del endeudamiento, un fondo de recapitalización de empresas con diferentes instrumentos de endeudamiento, capital y cuasi capital, por medio del cual el Estado aspira a apoyar proyectos

viables con un plazo de permanencia máximo de ocho años. En todo caso, este último fondo, dotado con 1.000 millones de euros, posiblemente sea insuficiente para cubrir el amplio espectro de pymes necesitadas de capital a la vista de la prolongación de la crisis.

La transformación digital ocupa un lugar prioritario en los objetivos del Plan de Recuperación para Europa *Next Generation EU*. Al menos el 20 % de los recursos vinculados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia deben destinarse a proyectos relacionados con la transformación digital. El plan del Gobierno de España aspira a superar dicho porcentaje. La digitalización requiere un importante esfuerzo inversor en activos tangibles e intangibles, que no puede venir únicamente de la mano del sector público. Por eso, y centrando el análisis en los activos intangibles, tan determinantes en el crecimiento de la productividad, el artículo de JOAQUÍN MAUDOS propone algunas medidas para estimular la financiación bancaria de los mismos. En primer lugar, la introducción de un factor reductor de los requerimientos de capital en el cómputo de los activos ponderados por riesgo relacionados con la financiación de intangibles, de modo similar al que ya existe para pymes y determinadas infraestructuras estratégicas. Y en segundo lugar, la aplicación de avales públicos a los créditos bancarios destinados también a la inversión en intangibles, con objeto de reducir el riesgo de este tipo de operaciones. Una modificación de la regulación en esa doble dirección podría ser de gran utilidad para acelerar la transformación digital de la economía.

El impacto de la pandemia sobre las cuentas públicas está siendo demoledor. En 2020 el déficit conjunto de las administraciones públicas estará por encima del 11 % del PIB y en 2021 aún superará el 8 %. Sin embargo, el empeoramiento del saldo presupuestario no afectará por igual a todos los niveles de gobierno. La transferencia de recursos desde la Administración central a las comunidades autónomas confiere a estas un grado de protección de sus finanzas que es uno de los mayores entre los países de la OCDE con estructura federal, tal como señala SANTIAGO LAGO PEÑAS en su artículo. De este modo, su déficit en 2020 apenas varía en comparación con 2019, aunque con una notable dispersión entre comunidades, esperándose solo un leve incremento en 2021, gracias al mantenimiento de los mecanismos extraordinarios de suficiencia financiera por parte del Estado y de la previsible recepción de fondos europeos. Con todo, las comunidades autónomas habrán de afrontar también, en un momento u otro, un proceso de consolidación fiscal en línea con la futura reforma de las reglas fiscales en el seno de la eurozona.

Dicho proceso abre tres frentes de acomodación de los gobiernos subcentrales al escenario pospandemia: la vuelta a los mercados de deuda, la mejora de la gobernanza fiscal para el retorno a la estabilidad presupuestaria y, en el horizonte político, la reforma de la financiación autonómica.

El comportamiento del mercado de la vivienda en las primeras semanas de la crisis derivada del gran confinamiento hizo temer que el drástico deterioro de los indicadores de la demanda produjera un fuerte ajuste del valor de los activos y diese lugar a una nueva espiral recesiva. Sin embargo, la recuperación iniciada en el segundo semestre de 2020 ha corregido buena parte del retroceso del primero. Como indica JOSÉ RAMÓN DÍEZ GUIJARRO, en ausencia de nuevas sorpresas negativas en la coyuntura económica, la hipótesis más verosímil es que esta vez el ajuste del mercado residencial va a ser mucho más digerible que en la crisis anterior. De hecho, aun reconociendo las asimetrías geográficas, o entre vivienda nueva y usada, no ha existido una caída de precios significativa que pudiera alertar de un cambio radical de expectativas, sino más bien la intensificación de la tendencia de desaceleración que ya se registraba antes de la pandemia. En paralelo, los niveles de esfuerzo y accesibilidad de los hogares están muy alejados de los existentes en la crisis de 2008, máxime con los tipos de interés actuales. Y por lo que respecta al sector financiero, este ha ido reduciendo progresivamente su exposición a las actividades inmobiliarias y de construcción, de modo que su nivel de riesgo vinculado con el sector es ahora mucho menor que en la crisis anterior. Cabe concluir, por tanto, que esta vez el sector de la vivienda no se encuentra, en modo alguno, en el epicentro de la crisis.

El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ repasa algunas de las novedades que recientemente se han producido en los mercados de valores: el activismo accionario de algunos fondos de inversión y el activismo popular minorista. En el primer caso, se trata de fondos que toman posiciones en el capital de determinadas empresas y que influyen de forma directa en decisiones estratégicas e incluso en aspectos relacionados con la gestión. En el segundo, al otro extremo de la cadena inversora, episodios de respuesta coordinada en las redes sociales ante posiciones cortas en empresas con escaso futuro fueron capaces de dar la vuelta a la cotización de esos valores, aunque finalmente terminaran cayendo de forma muy significativa. El hecho es que este segundo tipo de operaciones se corresponde muy probablemente con desajustes prolongados en algunos mercados,

resultado de una política monetaria fuertemente expansiva y de los incentivos que eso genera sobre inversores y empresas, donde una parte del *trading* se canaliza mediante sistemas automáticos programados con algoritmos y donde concurren abundancia de liquidez y escasez de oportunidades de rentabilidad. Conviene en todo caso concluir que estos episodios de activismo popular, que se extienden peligrosamente al terreno de algunas criptomonedas, acarrearán no pocas consecuencias negativas para los propios inversores minoristas.

Completando un trabajo de los mismos autores en el anterior número de *Cuadernos de Información Económica*, FÉLIX LOBO y MARTA TRAPERO-BERTRAN analizan ahora la trayectoria reciente y la situación comparativa con los países de la eurozona del gasto público en servicios de prevención y salud pública en España. Dentro de la variabilidad existente, España está solo algo por debajo de la media de la eurozona, sin embargo gastó casi tres veces menos por persona que Alemania y la mitad que Italia. Aunque se trata de servicios que absorben una pequeña fracción del gasto sanitario, su papel para afrontar situaciones como la creada por la pandemia de COVID-19 podría haber sido más eficaz si se les hubiera dotado de mayores recursos en el periodo anterior a la crisis. Como señalan los autores, puede sostenerse que, al llegar la pandemia, la contención derivada de los ajustes ejecutados en

el gasto público sanitario ha hipotecado en parte la respuesta del sistema nacional de salud.

Los escenarios de evolución del gasto sanitario, asociados a los cambios demográficos y tecnológicos, se han visto alterados por la nueva dimensión que cobra la atención sanitaria tras la pandemia de COVID-19. Tratándose de un servicio público cuya gestión corresponde en más del 90% a las comunidades autónomas, la demanda de mayores recursos deberá acomodarse a las posibilidades que marca el sistema de financiación y a las reglas de crecimiento del gasto en un contexto previsible de consolidación fiscal. El artículo de SUSANA BORRAZ incorpora un conjunto de hipótesis sobre el aumento del gasto sanitario público en el horizonte 2030 a la luz de las nuevas necesidades detectadas por la pandemia: la digitalización de la atención sanitaria (la denominada eSalud), el refuerzo de la política de recursos humanos, tanto en efectivos como en retribuciones, la potenciación de la salud pública, y la renovación y ampliación del equipamiento tecnológico. Sus estimaciones sitúan el incremento del nivel de gasto asociado a las nuevas necesidades pospandemia en 1,3 puntos de PIB, mientras el gasto público sanitario alcanzaría finalmente el 7,1% del PIB en 2030. La consolidación de este gasto deberá atender, en todo caso, a criterios de eficiencia, incorporación de valor y evaluación de programas, para asegurar que los nuevos recursos permiten afrontar de forma más favorable futuras emergencias sanitarias.