

## Carta de la Redacción

La economía española continúa su recuperación, quizás con menos vigor del que hace unos meses se esperaba, pero con muy buenos registros en materia de creación de empleo. Las previsiones de Funcas sitúan la tasa de crecimiento del PIB para 2022 en el 5,6 % y en el 3,5 % en 2023, con un saldo final de 850.000 empleos más, equivalentes a tiempo completo, en esos dos años. Las tendencias expansivas, impulsadas por casi todos los componentes de la demanda agregada (consumo de hogares, inversión en equipo y construcción, sector exterior), irán suavizando su ritmo de crecimiento, pero permitirán en todo caso alcanzar el nivel prepandemia de PIB en el primer trimestre del próximo año.

Pero un nuevo e inesperado protagonista entró con fuerza en escena en la segunda mitad de 2021: la inflación. El año finalizó con una tasa de crecimiento del IPC del 6,5 % interanual y las previsiones del primer semestre de 2022 están en una media superior al 5 %. El impacto directo sobre el crecimiento es bien evidente, tanto por sus efectos negativos sobre la renta disponible bruta de los hogares, como por la escalada de costes que tienen que soportar las empresas —que puede reducir sus márgenes y sus planes de inversión— o por la pérdida de competitividad exterior si se generaliza una espiral de precios-salarios. Además, hay un impacto indirecto sobre la economía derivado de las consecuencias que este repunte inflacionista pueda tener en las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales. El diagnóstico sobre el alcance y duración de la inflación ha empeorado en los últimos meses y viene a sumarse a algunas voces que ya venían reclamando pasos más firmes en la “normalización” de la política monetaria; o sea, retirada progresiva de los programas de compra de activos

y retoques al alza de los tipos de interés. Sea como fuere, los mercados ya descuentan subidas de tipos en 2022, a pesar de que el Banco Central Europeo haya confirmado el mantenimiento de los mismos a lo largo de todo el año.

Como señalan RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ en su artículo, el escenario de riesgos a la baja para España presenta dos amenazas que, de materializarse, supondrían un freno para la recuperación y un contratiempo para la política presupuestaria. Por una parte, el endurecimiento de la política monetaria podría aumentar las primas de riesgo y encarecer el coste de la deuda pública, situada en niveles próximos al 120 % del PIB. Por otra parte, 2022 será el año en el que se reformulen las reglas fiscales —que por el momento siguen suspendidas— del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea, y si bien no es probable una aproximación abrupta a las exigencias anteriores a la pandemia, cabe esperar limitaciones crecientes a los escenarios de déficit y deuda de los próximos años. Así pues, tanto la política monetaria como la política fiscal tendrán en los años siguientes un tono muy diferente del que han vivido durante la pandemia, y las consecuencias de ese giro serán especialmente intensas en aquellos países, como España, que llegan más tarde a completar su proceso de recuperación.

Una de las diferencias principales en la respuesta de la política económica ante la crisis pandémica respecto a la Gran Recesión ha sido el grado de coordinación de las políticas: inexistente en la Gran Recesión y mucho más efectivo en la crisis de la COVID-19. La interacción de una política monetaria expansiva y de políticas fiscales nacionales también expansivas ha desempeñado

un papel esencial en promover la recuperación económica de Europa durante la pandemia, habiéndose visto reforzado ese papel por el Plan Europeo de Recuperación *Next Generation EU*. El artículo de ERIK JONES señala cómo ese consenso entre las políticas de los distintos países no ha sobrevivido a la recuperación, quizás también porque nunca se había vivido una situación económica como la generada por las medidas restrictivas asociadas a la pandemia, con los efectos colaterales posteriores sobre el suministro de materiales, el aumento espectacular del ahorro, el crecimiento del comercio digital, el teletrabajo o la relocalización de los trabajadores. La incertidumbre dificulta el establecimiento de un diagnóstico compartido y más aún de las políticas a llevar a cabo de ahora en adelante. Es lo que sucede con la evolución de la inflación a corto plazo —temporal o permanente— y con las derivadas que surgen para la política monetaria, la financiación de la deuda pública y la propia estabilidad financiera. La conclusión es que la coordinación requiere de un cuidadoso análisis sobre una situación económica que no tiene precedentes y de un acuerdo político sobre lo que debería hacerse.

2022 será el año en que la política monetaria modificará el rumbo de la expansión cuantitativa y de los tipos de referencia nulos o negativos que ha guiado su orientación desde los años de la crisis financiera global. La intensidad de ese cambio de rumbo hacia la “normalización” no parece, sin embargo, que vaya a ser igual a ambos lados del Atlántico. Mientras la Reserva Federal notificaba la retirada definitiva de la compra de activos en marzo del presente año y abría la posibilidad de realizar tres subidas de tipos de interés en 2022, el Banco Central Europeo, si bien anunciaba el final del programa de emergencia pandémica PEPP —aunque con la reinversión del principal hasta finales de 2024—, mantenía sus compras de activos del programa extraordinario APP y dejaba estables los tipos de interés de referencia. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ advierte sobre los efectos diferenciales de este desacoplamiento de las políticas monetarias europea y norteamericana sobre la actividad financiera, y analiza en paralelo las perspectivas de la banca española para el año 2022 a partir de estos escenarios monetarios. Dos son los retos principales que de ello se derivan. En primer lugar, los tipos ultrarreducidos en la eurozona, en la medida en que se mantengan, obligan a las entidades a perseverar en el sostenimiento de la rentabilidad mediante palancas como la mejora de la eficiencia operativa, la transformación digital y la renovación del capital humano. En segundo lugar,

la retirada progresiva de los estímulos financieros (préstamos con avales públicos, moratorias, etc.) y otras medidas de apoyo al sector empresarial (como los ERTE), abrirá paso en algunas empresas a posibles situaciones de morosidad que obligan a las entidades financieras a una gestión proactiva de su cartera de crédito.

En relación con el reto de la rentabilidad, la evolución del margen de intermediación de la banca española presenta una evolución poco favorable con una acusada volatilidad. Los buenos resultados de 2021 se han debido principalmente a factores que no son repetibles, como la menor necesidad de provisiones y los ingresos extraordinarios asociados a los procesos de integración bancaria. El artículo de MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ toma como punto de partida el escenario actual de presión a la baja sobre los ingresos financieros y cuantifica el impacto de las ventajosas condiciones que presentan las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO III*), al permitir a las entidades financieras tomar financiación a tipos negativos, del -0,5 % o del -1,0 %, en este segundo caso siempre que se cumpla el *benchmark* de comportamiento de la cartera crediticia de referencia. La diferencia entre el cumplimiento o no de las condiciones establecidas para beneficiarse de la financiación al -1 % podría alcanzar un valor de hasta el 6 % del margen de intereses. Se trataría, en todo caso, de una aportación favorable a los resultados a la espera de una senda de crecimiento del crédito y, aunque con mayor retraso, de un escenario de subida de tipos —no esperado a corto plazo—.

Entre los riesgos que deberá afrontar el tejido productivo español en los próximos meses, existe un amplio consenso en advertir sobre la vulnerabilidad financiera de numerosas empresas pertenecientes a los sectores más castigados por la crisis pandémica en los que todavía no se ha completado el proceso de recuperación. Las medidas de política económica adoptadas durante la crisis ayudaron a mantener el flujo financiero hacia la economía real, frenando la destrucción de empleo y la desaparición de numerosas empresas. Sin embargo, la propia laxitud de las condiciones financieras ha permitido sobrevivir a un porcentaje no desdeñable de empresas que carecen de viabilidad. Son las denominadas empresas zombis, que subsisten gracias a una financiación extraordinaria, pero que acumulan varios años de pérdidas elevadas, tienen altos niveles de endeudamiento y retrasos acumulados en cubrir sus pagos. FERNANDO ROJAS, FRANCISCO DEL OLMO y DIEGO AIRES identifican en su artículo en torno a un 2,5 % de empresas zombis respecto de la base de datos de

empresas que depositan sus cuentas en el Registro Mercantil. El 90 % presentan resultados de explotación negativos y cerca de la tercera parte cuentan también con un patrimonio neto negativo. Cualquier movimiento al alza de los tipos de interés o la propia finalización de las ayudas recibidas en términos de mayor liquidez, no solo supondrán un duro golpe sobre su débil posición sino que podrán dar lugar a un incremento de morosidad en el sector bancario, principal canalizador del crédito hacia esas empresas vulnerables.

Si bien suele ser objeto de menor atención en el conjunto del sistema financiero, la industria del seguro está vinculada, por su propia naturaleza, con la práctica totalidad de los sectores económicos. IGNACIO BLASCO, DANIEL MANZANO y AITOR MILNER examinan en su artículo cuál está siendo el tránsito de las empresas aseguradoras por el escenario de pandemia que estamos viviendo. Frente a la intensa caída en el volumen de primas en los seguros de vida —condicionados desde hace años por los ultrarreducidos tipos de interés—, cabe destacar el mantenimiento de la actividad en el negocio de no vida, liderada por los ramos de salud y multirriesgo. La caída de la siniestralidad, provocada en gran medida por los confinamientos y limitaciones a la movilidad, impulsó de forma excepcional los beneficios de las aseguradoras españolas en 2020, siendo de esperar una normalización progresiva en los resultados finales de 2021. El corolario de esta situación es que el sector de los seguros sigue teniendo en la actual coyuntura anclajes sólidos en términos de rentabilidad y solvencia, suficientes para mantener la velocidad de crecimiento prepandemia.

El debate sobre la desigualdad de rentas adquirió un renovado interés académico con motivo de la Gran Recesión. Factores como la globalización y el cambio tecnológico fueron objeto de análisis en busca de una explicación al aumento de la desigualdad en buena parte de las economías avanzadas. Con todo, el foco terminaba con frecuencia dirigiéndose al papel de las instituciones y, en especial, a la acción redistributiva del Estado mediante el sistema de impuestos y transferencias. Sin embargo, en origen la desigualdad emerge de la distribución de las rentas de los factores productivos, y en ese punto los mercados y la empresa delimitan los términos en los que se reparte el valor generado entre los agentes económicos. Tal como señala EMILIO HUERTA en su artículo, en la empresa se toman decisiones de retribución de los empleados y directivos, reparto de beneficios y gestión de los recursos humanos. En consecuencia, entender el gobierno de la empresa es clave para comprender el resultado inicial

de reparto de rentas en las economías de mercado. En este marco conceptual, el análisis se sitúa en un plano más general que tiene que ver con las propuestas e ideas —académicas y profesionales— sobre los objetivos de la empresa, en las que se pone en tela de juicio el beneficio como motor de las compañías y se aboga por una visión más extensiva en las que se tomen también en consideración los factores sociales y ambientales que preocupan a consumidores, trabajadores, accionistas e inversores, con una perspectiva de largo plazo. Sin embargo, debe reconocerse que combinar todos esos objetivos y situarlos en la responsabilidad de los órganos de decisión seguramente excede las capacidades de los directivos empresariales y sus propias funciones. De ahí que algunos autores sugieran, como alternativa, reforzar las restricciones legales e institucionales así como aplicar con mayor eficacia la legislación fiscal, laboral o medioambiental.

Esta edición de *Cuadernos de Información Económica* se cierra con un artículo que resume los resultados de un proyecto que fue seleccionado por Funcas en la segunda convocatoria de ayudas a la investigación en educación financiera. El trabajo, del que son autores INMACULADA DOMÍNGUEZ, ENRIQUE DEVESA, ROBERT MENEU, BORJA ENCINAS y BEATRIZ ROSADO, realiza una evaluación del impacto de un programa de educación financiera para universitarios sobre los conocimientos y el comportamiento financiero de los estudiantes que realizaron el curso de formación, en comparación con un grupo de control que no recibió dicha formación. En lo que se refiere al nivel de instrucción financiera adquirida, los resultados de la evaluación muestran un efecto positivo y significativo de las enseñanzas recibidas, con porcentajes de respuestas correctas y calificaciones mucho más altas. En cuanto al impacto de la formación sobre el comportamiento financiero, si bien el efecto de haber realizado el curso es también positivo y significativo, el resultado es más limitado, lo que demostraría que además de los conocimientos adquiridos existen otros factores diferentes que influyen en el comportamiento financiero de las personas. Es más, en una de las cuestiones que se plantearon se observa por ejemplo que el grado de aversión al riesgo en las inversiones es algo mayor entre los estudiantes con menor nivel de conocimientos financieros o, dicho de otro modo, que la educación financiera aumenta la propensión al riesgo. A modo de evaluación final, el 70 % de los encuestados manifestaron estar de acuerdo en que haber realizado el curso de educación financiera para universitarios había mejorado sus conocimientos en materia financiera y económica.

