

Carta de la Redacción

La invasión rusa de Ucrania ha desestabilizado los mercados internacionales de petróleo, gas y cereales con un impacto directo sobre una trayectoria inflacionista que ya con anterioridad era fuertemente ascendente. La esperada moderación en los precios de las materias primas y de distintos componentes industriales durante la segunda mitad del año y la corrección de los cuellos de botella en las cadenas de suministro, de producirse, no serán suficientes para compensar un escenario en el que se dibujan tasas situadas en niveles máximos de los últimos treinta años. Más allá de la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, el aumento de los costes de producción de las empresas comprime y hasta neutraliza casi por completo los márgenes empresariales de las actividades con mayor peso de los *inputs* energéticos. Todo ello ha desatado el descontento social en sectores como el transporte, la agricultura, la construcción y determinadas industrias, que no tienen capacidad para repercutir el aumento de costes.

En paralelo, el conflicto bélico por una parte y el enfrentamiento económico de Occidente con Rusia, por otra, han puesto de manifiesto la vulnerabilidad energética de la Unión Europea (UE), y especialmente la de algunos países. Como resumen RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ en su artículo, esta crisis traerá más inflación y menos crecimiento. En el mejor de los casos, con una contienda limitada en el tiempo, el impacto sería transitorio, la recuperación perdería fuelle pero se mantendría. Sin embargo, de prolongarse el conflicto, la recuperación podría descarrilar y desatar un mayor descontento social en un país como España que todavía no ha alcanzado los niveles prepandemia de actividad económica.

Está también por ver cómo ejecutará la UE su voluntad expresada de reducir la dependencia que ahora tiene de Rusia en suministros estratégicos como el gas, el petróleo y determinados minerales. Y si ello afectará de algún modo a los planes de descarbonización y de transición a una economía verde, acelerando la inversión en energías renovables, en infraestructuras o diversificando sus compras entre proveedores de otras áreas geográficas. Europa necesita una acción coordinada, no solo en materia monetaria o presupuestaria para hacer frente al *shock* de la inflación y al recorte del crecimiento, sino para reforzar su potencial de defensa en un contexto de reordenación del orden internacional. La geopolítica ocupará así un primer plano en aspectos que desempeñaban un papel secundario en el proceso de construcción europea, y la globalización posiblemente deje paso a un marco de relaciones económicas con mayor peso de los intercambios entre países de un mismo bloque.

Entre tanto, España debe seguir haciendo sus deberes, en materia fiscal, laboral y de pensiones. No solo como condiciones para recibir los fondos provenientes del Plan europeo de recuperación, sino porque las reformas son necesarias para mejorar el funcionamiento de la economía, el empleo y la sostenibilidad del Estado de bienestar. RAFAEL DOMÉNECH realiza una evaluación preliminar de la reforma laboral de 2021. Las deficiencias estructurales del mercado de trabajo español han sido diagnosticadas en reiteradas ocasiones y en buena parte tienen que ver con la regulación; por eso, se ha otorgado siempre un papel muy relevante a las reformas legislativas. La de 2012 proporcionó mayor flexibilidad a las relaciones laborales y permitió una recuperación rápida del empleo con un mejor comportamiento de algunas variables que en

anteriores fases expansivas de la economía española. Sin embargo, no contaba con el apoyo de los sindicatos y de una parte importante del arco parlamentario. La reforma de 2021, en cambio, ha sido el resultado de un amplio acuerdo social que ha permitido preservar muchos de los cambios de las reformas de 2010 y 2012, mejorando otros aspectos como la reducción de los tipos de contratos, la apuesta por la formación dual o la consolidación de los mecanismos de flexibilidad interna como los ERTE o el mecanismo RED. Si bien la evidencia inicial es favorable, aún es pronto para valorar los resultados de la reforma en el que se ha considerado su principal objetivo: la reducción de la temporalidad. Y, sobre todo, habrá que ver qué parte de la disminución de la temporalidad se debe a la conversión de contratos de duración determinada en contratos fijos-discontinuos, o a la caracterización como indefinidos de los contratos de obra en la construcción, o si existe una reducción general de la temporalidad y un aumento de la duración de los contratos, y si todo ello se traduce en un mayor o menor dinamismo en la creación de empleo.

La reforma de las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) condicionará significativamente la política presupuestaria de los países de la UE durante los próximos años. Aunque el calendario para su aprobación podría verse retrasado por el efecto económico final de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, es indudable que concluida la excepcionalidad impuesta por la COVID-19 se impondrá la vuelta a criterios de mayor rigor fiscal en lo que concierne a los niveles de déficit y deuda pública. El artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS examina algunas de las propuestas que hay sobre la mesa y considera razonable desde un punto de vista económico la necesidad de adoptar sendas de ajuste del déficit y la deuda adaptadas a la diversidad de los parámetros fiscales actuales de cada país. En cualquier caso, las finanzas públicas españolas continúan aquejadas de un déficit estructural que apenas se ve reducido en los escenarios presupuestarios más próximos y que se acumula sobre una deuda pública que en 2024 seguirá por encima del 110 % del PIB. Si no se producen alteraciones sustanciales en el sistema tributario y ajustes por el lado del gasto, el déficit total seguirá situando a España a la cabeza de la UE, con una situación de desequilibrio fiscal solo comparable a Francia o Bélgica. En la negociación de la reforma, la posición de España quedaría reforzada si, en paralelo a sus demandas, presentase las líneas maestras de un plan de consolidación fiscal a medio plazo que corrija de forma sostenida su desequilibrio estructural.

El retorno a algún tipo de reglas fiscales no será el único cambio en sentido restrictivo de la política económica de los próximos años. Antes de que eso suceda, la política monetaria ha iniciado ya el camino de la retirada de estímulos y solo la irrupción del conflicto bélico en Ucrania y la incertidumbre que todo ello genera podría retrasar algunos meses las primeras subidas de tipos oficiales en la eurozona. Este cambio de signo de la política monetaria vendrá acompañado de un reequilibrio en el precio relativo de la deuda española frente a la alemana. En este sentido, resulta fundamental identificar en qué medida los movimientos en las primas de riesgo responden a unos u otros factores y, en particular, si aparece algún tipo de riesgo idiosincrático propio de la situación política o económica del país. Este es el objeto de análisis del artículo de JOSÉ MANUEL AMOR, SALVADOR JIMÉNEZ y JAVIER PINO. A tal efecto, complementan el examen de las primas de riesgo basado en el diferencial de tipos de interés, con otras medidas que les permiten discernir mejor la existencia o no de factores idiosincráticos en episodios de fuerte vaivén en los diferenciales. Durante la crisis de la COVID-19, la política monetaria ultraexpansiva junto con el compromiso de las medidas de impulso fiscal auspiciadas y financiadas por las instituciones europeas redujeron al mínimo la probabilidad de un impacto asimétrico que obrara en perjuicio de los países con peores registros fiscales. En el actual escenario de conflicto bélico, la ampliación de las primas de riesgo no estaría siendo producto de un aumento del riesgo idiosincrático, a la luz de los indicadores complementarios manejados. La clave de dicho riesgo en el futuro estaría más bien asociada a factores como las vulnerabilidades estructurales de cada país, los avances o retrocesos en la arquitectura institucional de la UE y el grado de compromiso del BCE en evitar la fragmentación financiera en la eurozona.

El mercado hipotecario se recupera lentamente en España tras el estancamiento sufrido durante 2020, con la vista puesta en lo que pueda suceder con los tipos de interés y la inflación, así como en el impacto de la guerra de Ucrania. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ dibuja un horizonte de crecimiento moderado y estable a lo largo de 2022, resultado de las tendencias observadas de aumento de las compraventas y del porcentaje de estas que son objeto de financiación hipotecaria. Se detecta también una subida paulatina de los tipos de interés medios de las hipotecas, arrastrados por las tendencias de los mercados globales, donde las expectativas sobre tipos apuntan en esa dirección. Aumentan asimismo las novaciones de contratos y hay una rápida transición

hacia contratar, o renegociar para convertir los tipos variables en tipos fijos. Finalmente, el recurso a la titulación como mecanismo alternativo de generación de liquidez y negocio para las entidades financieras sigue teniendo un margen importante de crecimiento en los próximos meses, más aún ante posibles subidas de los tipos de interés.

La inversión extranjera es una importante fuente de financiación para el crecimiento económico de un país como España en el que el ahorro interno es muchas veces insuficiente para financiar los procesos de inversión. Pero la inversión extranjera es también un indicador del grado de confianza que se tiene en la economía española. Como señala JOAQUÍN MAUDOS en su artículo, cuanto más sólidos sean los fundamentos macroeconómicos (nivel de deuda, expectativas de crecimiento, estabilidad, etc.), mayor será la probabilidad de captar inversión procedente del exterior y a un menor coste. Seis países concentran más de las dos terceras partes de la inversión extranjera en España, con Francia, Alemania y Luxemburgo en los primeros lugares, seguidos por Estados Unidos, Países Bajos, Italia y Reino Unido. Especial relevancia tiene la inversión directa, por su vocación de permanencia y la aportación que realizan en actividades innovadoras y con empleo cualificado, contribuyendo positivamente a la internacionalización y competitividad de las empresas. El contrapunto es el endeudamiento de la economía española que, si bien ha sido posible gracias a la confianza de terceros países, en su componente de deuda pública constituye un factor de vulnerabilidad especialmente importante. Mientras el sector privado ha realizado un notable esfuerzo de desapalancamiento, el endeudamiento público ha alcanzado niveles que podrían poner en riesgo su sostenibilidad si se transita hacia escenarios de finalización de los programas de compra de activos del BCE y aumento de los tipos de interés.

Tras los meses más duros de la pandemia, y antes de la irrupción de las tensiones geopolíticas en Ucrania, el sector bancario español prácticamente había recuperado la valoración bursátil que tenía antes de la crisis. Dos factores están detrás de esta positiva evolución del sector: la mejora de la rentabilidad en 2021, impulsada

sin duda por el esfuerzo de saneamiento realizado en el ejercicio anterior y por el impacto positivo de los beneficios extraordinarios, y las expectativas de normalización de los tipos de interés a partir de las señales avanzadas por las autoridades monetarias, que debería dar lugar a una mejora de los márgenes y de la rentabilidad bancaria. Sin embargo, como explican en su artículo MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ, la mayoría de las entidades sigue cotizando por debajo de su valor en libros, lo que pone de manifiesto que la rentabilidad generada por el sector está por debajo de la requerida por los inversores, es decir, del coste de capital. A pesar de la amplia heterogeneidad entre entidades, diferentes estimaciones del coste de capital confirman la divergencia que sigue existiendo entre dicho coste implícito y la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) de la banca europea desde la crisis financiera de 2008. Pero, de mantenerse en el tiempo los últimos resultados, la trayectoria del gap entre esas dos magnitudes podría ser indicativa, a juicio de los autores, de un importante potencial de revalorización de la banca.

El último artículo de este número de *Cuadernos de Información Económica*, de IGNACIO ASTORQUI, ISABEL GAYA e ÍÑIGO MORÓN, expone el funcionamiento y los principales resultados de los procesos de innovación empresarial mediante el *corporate venturing*: una forma de participación de empresas asentadas en empresas emergentes con gran potencial tecnológico o disruptivo. Las ventajas mutuas que obtienen tanto las compañías inversoras como las *start-ups* han dado lugar a una tendencia creciente del número de operaciones y del volumen de fondos movilizado, a nivel global por supuesto, y también en referencia a España. Grandes compañías de los más diversos sectores han creado divisiones de apoyo al emprendimiento innovador para la entrada en proyectos que abren la puerta a nuevos modelos de negocio y nuevas formas de gestión empresarial que van más allá de las operaciones de adquisición propiamente dichas, al articularse sobre múltiples mecanismos de colaboración que permiten un acceso directo al talento y al ecosistema emprendedor. En España, el acumulado de rondas de inversión en *start-ups* durante 2021 alcanzó un volumen de inversión de 4.200 millones de euros, por encima de la suma de los tres años anteriores.