

Carta de la Redacción

El Banco Central Europeo (BCE) ha adoptado, a lo largo del mes de junio, decisiones de política monetaria que representan un giro sustancial respecto de su orientación acomodaticia de años anteriores e incluso respecto de sus moderados planes de normalización anunciados en diciembre de 2021. La finalización de las compras netas de activos en el marco del programa *APP* a partir del 1 de julio y, sobre todo, el anuncio de una senda gradual, pero sostenida, de subidas de los tipos de interés oficiales configuran la nueva orientación de la política monetaria. La clave de ese giro está en el desbordamiento de las previsiones de inflación, ampliamente superadas por los datos finales, la anticipación de su mayor persistencia en el tiempo, y la necesidad de reforzar la confianza de los agentes económicos en la capacidad del Banco para modular las expectativas de inflación, que se manifestaban en aumentos sucesivos de los tipos de mercado. Los tres primeros artículos de esta edición de *Cuadernos de Información Económica* abordan, desde diferentes ángulos, la encrucijada en la que se sitúa la política monetaria, con especial atención a sus efectos sobre el sistema financiero, sobre las cotizaciones de la deuda soberana y sobre las relaciones entre ambos.

Tal como se pone de manifiesto en el artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, las medidas adoptadas y anticipadas por los bancos centrales han ido ganando intensidad conforme se observaba el carácter estructural de la inflación, para acomodar las expectativas del sector privado en un contexto donde la política fiscal continúa siendo expansiva para relanzar el crecimiento tras la pandemia. En todo caso, se realiza también un llamamiento a la prudencia en la subida de tipos, cuyos efectos sobre las curvas de rendimiento de los bonos públicos de

la eurozona pueden ser especialmente dañinos no solo para la sostenibilidad de la deuda pública de algunos países, sino para las condiciones generales de financiación, pública y privada, porque pueda generarse una fragmentación de los mercados financieros. Los efectos sobre las entidades financieras actúan en una doble dirección. Por una parte, la subida de tipos podría mejorar el margen de intermediación, pero por otra, una inflación elevada y un entorno de incertidumbre como el actual abren incógnitas sobre la evolución de las tasas de crecimiento futuras que tendrían también un impacto en el negocio bancario.

El artículo de ERIK JONES profundiza precisamente en ese dilema al que se enfrenta la política monetaria del BCE: intensificar el ritmo de retirada de estímulos y adoptar las primeras subidas de los tipos oficiales para hacer frente a una inflación desmesurada, sin provocar una fragmentación de los mercados financieros de la eurozona a través de la ampliación de los diferenciales de la deuda soberana. El anuncio de crear algún tipo de instrumento antifracturación fue bien recibido por los participantes del mercado. El problema será cómo abordar sus implicaciones distributivas entre países y gobiernos, y cuál será el grado de condicionalidad que podría comportar su aplicación para evitar situaciones de riesgo moral. Existen distintas soluciones posibles. Una de ellas sería redistribuir la reinversión del principal del Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (*PEPP*) desde bonos con elevadas cotizaciones hacia bonos que sufren presiones en los mercados. Otra posibilidad sería reforzar las compras de activos que sufren la especulación en los mercados, anticipando la venta de posiciones de los que no la sufren. Tan importante como lo que se haga será la proporcionalidad con la que se haga. Lo que ya

sabemos es que el anuncio del BCE ha servido para moldear las expectativas del mercado en la dirección esperada.

Como ya hemos señalado, el escenario previsto de elevaciones de tipos ha dado lugar a un tensionamiento de la curva de tipos de consecuencias indudables sobre las carteras de deuda pública de los bancos europeos. MARÍA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ retoman en su artículo la vieja y pernicioso relación establecida en su momento entre riesgos soberanos y bancarios, evaluando cuál es la situación actual y los potenciales impactos que la reducción del valor de mercado de las carteras de deuda pública podría tener en la cuenta de resultados o en el patrimonio de los bancos. Impactos que, en todo caso, están muy lejos de asemejarse en los países avanzados a los que se produjeron durante la crisis financiera internacional. En términos de su peso sobre activos o del sesgo doméstico de la deuda soberana, la posición de la banca española es muy similar a la de la banca europea. Sin embargo, hay dos factores que mitigan sensiblemente el riesgo comparativo de la banca española en términos de exposición al deterioro de sus carteras: el menor vencimiento medio de las carteras de deuda en España y la clasificación contable de dichas tenencias, como pone de relieve el hecho de que el porcentaje de deuda en las carteras de negociación —las que tienen un componente de mayor volatilidad— los es mucho más reducido en el caso español.

Profundizar en la estructura de ingresos de la banca española y analizar los cambios de la misma en el contexto de tipos cero o negativos que han afectado a toda la banca europea es el objeto del artículo de JOAQUÍN MAUDOS. De entrada, cabe advertir sobre la baja rentabilidad de la banca en su negocio doméstico en España, situada, en lo que se refiere a la rentabilidad sobre recursos propios (ROE), incluso por debajo del coste de capital en los últimos años. Un factor clave ha sido el reducido margen de intereses, insuficiente incluso para cubrir los gastos de explotación, como consecuencia de los tipos de interés oficiales cero o negativos. En paralelo, se ha producido un aumento de la participación de las comisiones en los ingresos totales de la banca, pero con un cambio de composición: cada vez pesan menos las que aportan los servicios de cobro y pago, mientras que ha aumentado el peso de las que proceden de la comercialización de productos de terceros, como seguros y fondos de inversión y de pensiones. En comparación con la banca europea, e incluyendo el negocio de las filiales en el exterior, la banca española presenta un mayor peso de

los intereses en su estructura de ingresos y un menor peso de las comisiones.

El sector seguros es parte fundamental del sistema financiero del país, por su propia naturaleza y funciones en una economía de mercado, y por su contribución a las cuentas del sector bancario español. El artículo de DANIEL MANZANO y AITOR MILNER analiza la situación actual del sector seguros y sus perspectivas más inmediatas ante los cambios en el entorno económico y financiero. La subida de los tipos de interés oficiales del BCE requerirá una readaptación del sector, teniendo en cuenta además que el giro de la política monetaria tendrá efectos diferentes por ramos de actividad. Es indudable que el impacto a corto plazo de una subida de tipos y de un deterioro de los mercados bursátiles va a ser negativo en las carteras de inversión del negocio asegurador. Al mismo tiempo, la normalización de los tipos de interés creará condiciones, hasta ahora inexistentes, para que los productos de vida-ahorro tradicionales retomen su desarrollo, si bien para que el impulso de estos productos se materialice será preciso que las expectativas sobre evolución futura de la inflación anticipen un control de la misma gracias al cambio iniciado de la política monetaria.

La progresiva superación de los efectos económicos de la pandemia de COVID-19 tiene una de sus manifestaciones más relevantes en la industria manufacturera española, tal como se muestra en el artículo de MARÍA JOSÉ MORAL. A la altura de 2022, el conjunto de las manufacturas ha superado los ingresos obtenidos en 2019 y se ha alcanzado el volumen de empleo asalariado existente antes de la pandemia. Sin embargo, los resultados son diferentes según el tipo de actividad. A destacar el sector de material de transporte, que es el que más dificultades está teniendo para recuperar los niveles prepandemia, tanto en las ventas en el mercado nacional como, y más importante, en sus exportaciones. Más allá de los problemas de suministro de determinados componentes, el hecho es que el sector está inmerso en un proceso de cambio debido a un nuevo paradigma de movilidad sostenible que todavía no tiene resuelto. Algunos otros sectores, como textil y confección, y papel, edición y artes gráficas, han llevado a cabo ajustes significativos de plantillas, que tampoco tienen que ver estrictamente con los efectos de la crisis pandémica, sino con aspectos que afectan a sus respectivos modelos de negocio: en el textil, por un problema de deslocalización; en papel, edición y artes gráficas, por un cambio de modelo dirigido a los dispositivos digitales frente a los productos en papel.

El último artículo de este número de *Cuadernos de Información Económica* presenta una aproximación preliminar al conocimiento de los efectos de crisis en la desigualdad de rentas en España durante el primer año de pandemia, 2020. Tomando los datos recientes de la *Encuesta de Condiciones de Vida*, el artículo de EDUARDO BANDRÉS pone de relieve el carácter determinante de las transferencias públicas (desempleo, ayudas a autónomos, incapacidad temporal) para corregir la mayor parte de la desigualdad asociada a la paralización de la actividad económica y a sus efectos sobre el empleo y los ingresos de los hogares. Con todo, la desigualdad de la renta disponible aumentó ligeramente

en 2020, especialmente por la caída de ingresos entre el 10 % más pobre de la población, de la que forman parte principalmente trabajadores con bajos ingresos salariales, parados y población inactiva, entre los que predominan los jóvenes. Si bien la normalización del mercado laboral habrá contribuido a la reducción de la desigualdad originada durante la pandemia, continúan existiendo situaciones de pobreza generadas por factores de carácter más estructural relacionados con bajos niveles educativos y de empleabilidad de una parte de la población, insuficiencia del sistema de rentas mínimas, escasez de ayudas a la familia y limitado importe de las pensiones no contributivas.