

Carta de la Redacción

La incertidumbre nubla los escenarios de la economía europea de los dos próximos años. Cualquier ejercicio de previsión ha de tener en cuenta los condicionantes que determinan el riesgo geopolítico de la guerra en Ucrania, la volatilidad de los mercados energéticos, el comportamiento de la economía china o la intensidad y el ritmo del endurecimiento de la política monetaria. Factores, muchos de ellos, que se sitúan más allá del funcionamiento regular de la economía y que pueden alterar de forma significativa el marco en el que se desenvuelven las decisiones de las empresas, de los hogares y de los gobiernos. A lo largo de 2022, el aumento de la tasa de inflación durante la primera mitad del año dañó la capacidad de gasto de las economías europeas y engendró nuevas desigualdades entre sectores productivos, más o menos dependientes de las materias primas afectadas, y entre familias, según su nivel de renta y su capacidad para acumular ahorro en los años de pandemia. En España, sin embargo, la relajación de las presiones inflacionistas durante la segunda mitad del año propició una trayectoria de la economía mejor de lo que se anticipaba meses atrás, que, sumada a los ajustes realizados por el INE en las cifras de los dos primeros trimestres, dará como resultado un crecimiento medio anual que se estima en un 5,2 %.

Las previsiones de Funcas, que se recogen en el artículo de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, anticipan un crecimiento medio del 1,0 % en 2023, con la inversión como el componente más dinámico de la demanda interna y con una aportación del sector exterior que será muy probablemente negativa. Para 2014, la previsión es un crecimiento del 1,8 %. Es importante resaltar que, a pesar de la ralentización del crecimiento, el mercado laboral continuará arrojando cifras positivas, con la creación de unos 100.000 empleos netos en

términos equivalentes a tiempo completo en 2023 y otros 250.000 en 2024. El abaratamiento de la energía y la contención de los efectos de segunda ronda, tanto por la vía salarial como por los márgenes empresariales, dará lugar a un retroceso de la inflación que se consolidará en 2024. Y tras el buen comportamiento de los ingresos públicos en 2023, impulsados en parte por el ciclo de recuperación y la inflación, el déficit conjunto de las administraciones públicas aumentará hasta el 4,3 % del PIB en 2023, moderándose hasta el 3,9 % en 2024, a la espera de la reformulación de las reglas fiscales de la Unión Europea, cuando se suspenda la cláusula de salvaguardia actualmente en vigor. El aumento del euríbor, consecuencia de las subidas de tipos oficiales del Banco Central Europeo, impactará sobre los hogares hipotecados a tipo variable, y el rendimiento de la deuda pública seguirá una trayectoria similar con un mayor coste en forma de intereses.

Precisamente, el recorrido previsto por los tipos de interés y sus efectos sobre la actividad bancaria son objeto del artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. Vale la pena situar las actuales subidas de tipos en su contexto, habida cuenta de que, aunque intensas y en un corto espacio de tiempo, forman parte de un proceso de normalización financiera que implica una remuneración positiva del ahorro y el cobro de intereses por los préstamos, algo que se había perdido en gran parte con los tipos de interés negativos. Las proyecciones efectuadas por el Banco de España señalan que los tipos a corto seguirán creciendo hasta 2014 y los tipos a largo hasta 2025. Aunque pudiera parecer que los resultados de la banca se verían beneficiados por la normalización financiera, también es cierto que se trata de un escenario de muy limitado crecimiento económico y riesgos no desdeñables que podrían impactar sobre la rentabilidad

y la solvencia de las entidades. Y aunque la morosidad crediticia se encuentra en España por debajo del 4 %, todavía podrían producirse efectos de arrastre derivados de la pandemia y otros relacionados con las recientes subidas de tipos.

Adicionalmente, el Banco Central Europeo ha iniciado un proceso de endurecimiento monetario que tiene por objeto reducir el exceso de liquidez generado en la eurozona por las políticas de adquisición de activos a gran escala y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO*), y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El artículo de ERIK JONES analiza los riesgos y oportunidades que tendrá la reducción del balance del Eurosistema para los bancos comerciales y los gobiernos de la eurozona. Para los bancos comerciales, las oportunidades se centran en el reforzamiento del mercado interbancario y en la liberación de activos para servir como garantía en los préstamos titulizados. No obstante, también hay que tener en cuenta que todo ello impulsará a la baja los precios de los bonos y, por consiguiente, el valor a precios de mercado de las carteras de deuda bancarias, lo que presionará indirectamente al alza el coste de la financiación para los bancos más afectados. La posible desestabilización de los mercados de deuda soberana a que podría dar lugar el endurecimiento monetario explica la creación de un instrumento para la protección de la transmisión (*TPI*). Hasta el momento, la reinversión de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (*PEPP*) y la posible aplicación de la *TPI* han logrado la estabilidad de los mercados de deuda soberana. El riesgo es que los gobiernos de la eurozona necesitan seguir apelando a los mercados y en algunos casos el endurecimiento cuantitativo podría dar lugar a dificultades de financiación.

Una de las características de la financiación empresarial en los países de la eurozona, y en España en particular, ha venido siendo el mayor peso de la financiación bancaria frente a la apelación a los mercados de capitales, que ostenta la primacía en los países anglosajones y especialmente en Estados Unidos. Sin embargo, tras la crisis financiera internacional y con el impulso de la iniciativa de la unión de los mercados de capitales por parte de la Comisión Europea, se ha ido produciendo un crecimiento de la financiación empresarial en mercados, duplicando su peso desde el 10 % a casi el 20 %. Esta diversificación se ha considerado como un hecho positivo, especialmente cuando se producen situaciones donde la banca tiene que dedicar un mayor esfuerzo a reforzar su solvencia y a sanear sus balances. Sin embargo, como se pone de

manifiesto en el artículo de MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ, a lo largo de 2022 se ha producido una reversión de esa tendencia en la mayor parte de los países, como consecuencia de los fuertes repuntes de tipos en los mercados de bonos corporativos y de la contracción de la actividad emisora. El hecho es que la banca ha retomado su protagonismo como financiador empresarial, en parte por el menor aumento del coste de financiación, con especial importancia en el caso de las grandes empresas. En España, el desplome de la financiación corporativa en 2022, relacionado con el fuerte incremento de los tipos negociados en el mercado de bonos, se compensó con el aumento de la financiación bancaria.

El artículo de DANIEL MANZANO pone de relieve la importante presencia de los grupos bancarios españoles en el negocio asegurador y la relevancia que para ellos tienen las aportaciones de dicho negocio —especialmente en el ramo de vida— a la cuenta de resultados. Las magnitudes más significativas del sector, como el balance, las provisiones técnicas o los resultados muestran que alrededor de la mitad del negocio asegurador en España está vinculado a la banca. Esto confiere a los grupos bancarios nacionales una palanca de sostenimiento de sus cuentas que se ha mostrado especialmente útil en situaciones en las que aquellos tuvieron que realizar fuertes provisiones para cubrir el deterioro de sus carteras, como durante la crisis financiera o, más recientemente, en los años de pandemia. En situaciones de mayor normalidad, también la aportación de los seguros es ciertamente apreciable. Su contribución directa alcanzó como media, en 2021, en torno al 15 % de las cuentas de resultados de las entidades bancarias y, si a ello se suma el margen que genera la propia distribución de pólizas a través de la red de oficinas, dicho porcentaje podría llegar al 25 %-30 %, una cifra muy relevante que proporciona estabilidad y robustez a los bancos con mayor desarrollo de este segmento del negocio financiero.

La digitalización de las empresas es uno de los objetivos estratégicos de la Unión Europea que forma parte del programa *Next Generation EU*. Pero la digitalización es un fenómeno multidimensional que, además, puede dirigirse a numerosas finalidades. El artículo de PILAR RIVERA-TORRES y VICENTE SALAS-FUMÁS analiza diferentes variables de digitalización para una muestra de 22.000 empresas y compara los valores medios de dichas variables con las características de las empresas agrupadas en diferentes submuestras. Uno de los resultados más relevantes es el que tiene que ver con las relaciones entre la digitalización y la productividad.

En promedio para los países de la UE y Reino Unido, la productividad laboral se asocia positivamente con el uso de ordenadores y robots, pero negativamente con la analítica de datos para el control de los empleados. El aprovechamiento de las ventajas que confiere la digitalización para la mejora de la productividad tiene que ver con la dotación de recursos complementarios como la coordinación en el seno de la empresa y la relevancia del capital organizacional (delegación de funciones y formación de capital humano). La digitalización de las empresas españolas está en las primeras posiciones de la UE, basada sobre todo en la analítica de datos para el control de los empleados y en el uso de robots, pero no encuentra las condiciones más favorables para hacer crecer la productividad de las empresas, por las carencias de recursos complementarios. Los autores recomiendan, por tanto, que las políticas públicas de apoyo a la digitalización en el sur y el este de Europa vayan acompañadas de incentivos que orienten el cambio del modelo organizativo, con más delegación y mayor formación específica de los trabajadores.

Las exportaciones españolas de bienes ha mostrado un fuerte dinamismo en los diez últimos años, con la mayor tasa de crecimiento de entre las cinco mayores economías de la eurozona. RAMON XIFRÉ examina las condiciones de competitividad-coste de las exportaciones españolas con la utilización de diferentes deflatores para determinar el tipo de cambio efectivo real con respecto al conjunto de países de la eurozona. El análisis sugiere que el sector exportador español se ha mostrado muy competitivo por el lado de los costes, absorbiendo posiblemente parte de los incrementos de los costes laborales unitarios y no trasladándolos completamente al precio de las exportaciones. Estas favorables condiciones de competitividad-coste en comparación con los demás países de la eurozona no se han visto erosionadas de forma significativa por el proceso inflacionista de 2022. En todo caso, conviene tener en cuenta la importancia de la competitividad asociada a factores diferentes del coste para el mantenimiento o mejora de las cuotas de mercado de las exportaciones.