

## Carta de la Redacción

La recuperación de la economía española ganará fuerza en 2015 como resultado de los avances alcanzados en los diversos procesos de ajuste y del impacto favorable de varios *shocks* de origen interno y externo. Como puede verse en el artículo de ÁNGEL LABORDA y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, la previsión de crecimiento se sitúa en el 2,4%, estimándose la creación de empleo en 330.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Sin embargo algunos de los factores que impulsarán el crecimiento en el próximo año son de carácter transitorio y todavía persisten importantes limitaciones, como el elevado nivel de endeudamiento, que obstaculizan una recuperación más vigorosa de la demanda interna. Las tareas pendientes comienzan, precisamente, por la necesidad de continuar el proceso de desapalancamiento del sector privado y frenar el crecimiento de la deuda pública. España sigue teniendo, además, un nivel de deuda externa bruta similar al que soportaba al inicio de la crisis (1,5 billones de euros), lo que la hace muy vulnerable a posibles cambios en las percepciones de los mercados financieros. En este sentido, la incertidumbre sobre la estabilidad política interna no es un riesgo menor, por cuanto podría conducir a una pérdida de confianza en las expectativas y la solvencia del país. Precisamente, la reducción de la deuda externa exige perseverar en la segunda de las tareas pendientes: la mejora de la competitividad de la economía española, lo que requiere mantener una senda de moderación de los costes del capital y del trabajo, y aumentar la productividad mediante la innovación y la reasignación

eficiente de los factores productivos hacia aquellos sectores y empresas con mayor margen de crecimiento. Por último, la economía española debe ser capaz de intensificar el proceso de creación de empleo iniciado en 2014, como condición imprescindible para comenzar a dejar atrás la más grave secuela de la Gran Recesión.

Especial trascendencia ha tenido en el desarrollo de la actual crisis económica el papel desempeñado por el sistema bancario. La recuperación de tasas de crecimiento sostenibles necesita de los mecanismos de financiación adecuados para llevar adelante los proyectos de inversión que van a generar rentas en el futuro. En los últimos años, el crédito a las actividades productivas había perdido peso frente a la financiación al sector público. El artículo de SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ sobre el sector bancario español en 2015 detecta, sin embargo, una progresiva mejora del ambiente crediticio, en parte por la propia reestructuración y recapitalización del sector y también por la mejoría de las condiciones de la demanda. La reducción de la morosidad y la menor rentabilidad de la deuda pública deberían llevar a una mayor concesión de préstamos a las pequeñas y medianas empresas, que tienen una fuerte dependencia del crédito bancario. A todo ello habrá de contribuir, sin duda, el nuevo programa de adquisición de deuda, pública y privada, acordado por el Banco Central Europeo, que se cifra en 60.000 millones de euros al mes hasta septiembre de 2016. Con todo, el principal reto de la banca europea es la rentabilidad.

La fuerte presión sobre los márgenes bancarios sigue siendo muy significativa, por lo que deberá continuarse por la senda de aumentar la eficiencia, reduciendo costes y buscando nuevas fuentes de ingresos.

Aunque la competitividad del sector exterior —a la que nos hemos referido— es muy importante para mantener una orientación creciente de las exportaciones de bienes y servicios, y aportar así registros positivos al crecimiento del PIB y al equilibrio de la balanza de pagos, la recuperación de la economía española solo puede afianzarse desde el relanzamiento de la demanda interna. Sin embargo, el elevado endeudamiento acumulado por empresas y hogares primero y por el sector público después representa un serio obstáculo para el aumento de la demanda interna. Como ponen de manifiesto ÁNGEL BERGES y SARA BALIÑA, a pesar de que España ha sido el país que más ha reducido su deuda privada desde las cotas máximas alcanzadas en 2010, el desapalancamiento continúa siendo un reto de cara al futuro inmediato, sin que quepa relajar los esfuerzos realizados hasta el presente en el saneamiento y ajuste de las cuentas de las empresas y de las Administraciones. El proceso de desendeudamiento privado no es incompatible con una mayor fluidez del crédito hacia nuevas actividades y proyectos en empresas y sectores con capacidad de crecimiento.

Entre los principales países de la Unión Europea, España ha venido siendo la tercera economía en intensidad inversora en el exterior, además de la segunda en intensidad receptora. El artículo de RAFAEL MYRO pone de relieve cómo la actividad en España de las filiales de empresas multinacionales extranjeras ha tenido un impacto positivo, propiciando el crecimiento del PIB, el aumento del empleo y de las exportaciones y mejorando la eficiencia de las empresas nacionales. Por ello, la consolidación del proceso de recuperación económica iniciado en 2014 requiere también avanzar hacia una economía más flexible, con mercados más competitivos, con menos trabas para los negocios productivos y una decidida apuesta por la innovación y el capital humano; porque todos esos factores, además de contribuir a la expansión del potencial de crecimiento, se han demostrado decisivos para la atracción de capital extranjero.

También relacionado con la competitividad del sector exterior, el artículo de ARÁNZAZU CRESPO aborda

un tema que ha sido objeto de atención en anteriores números de *Cuadernos de Información Económica*: la relación entre costes laborales unitarios y competitividad de una economía. Especialmente relevante resulta para el caso de la economía española, no solo como factor explicativo de la denominada “paradoja” de las exportaciones españolas durante los años previos a la crisis, sino como factor a tener en cuenta cuando se implementan políticas orientadas a la mejora de la competitividad de nuestra economía. A partir de información relevante a nivel de empresa, se demuestra que una reasignación de recursos entre empresas atendiendo a las ganancias potenciales de productividad impulsaría la productividad total de los factores y, por tanto, sería un factor clave para la competitividad, más relevante incluso que los cambios en los costes laborales.

El artículo de JOSÉ FÉLIX SANZ, DESIDERIO ROMERO y BEGOÑA BARRUSO desvela la imposición efectiva del impuesto de sociedades español, cuya configuración ha sido poco atractiva en términos comparativos con otros países europeos, penalizando especialmente la inversión en determinados activos fijos, como la maquinaria o las tecnologías de información y comunicación, e introduciendo una carga fiscal por unidad de inversión que ha estado entre las más elevadas de la Unión Europea. La reciente reforma aprobada en 2014 se habría movido en la dirección oportuna, aunque quizá de modo insuficiente para corregir los importantes sesgos del impuesto.

La sección de economía internacional contiene un artículo de LUCÍA CUADRO-SÁEZ e IRENE PABLOS en el que se realiza un completo análisis de la situación de deflación y estancamiento de la economía japonesa durante las dos últimas décadas. El trabajo tiene especial interés para la Unión Europea, sumida en una fase de bajo crecimiento que algunos analistas estiman podría conducir a una etapa de estancamiento prolongado. Las autoras advierten de la tardía reacción de las autoridades monetarias japonesas al minusvalorar la caída de las expectativas de inflación a corto plazo. En un contexto de inflación muy baja, o incluso negativa, con tipos de interés cercanos a cero, sería aconsejable una actuación temprana, decidida y efectiva no solo de la política monetaria, sino también de la política fiscal.

Por último, en la sección de estudios de la Fundación, SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ llevan a cabo una revisión del concepto y evolución de la exclusión financiera y sus principales determinantes, con particular atención al caso de España. Las mejoras alcanzadas gracias a las acciones adoptadas para promocionar la inclusión financiera se vieron interrumpidas por la crisis

económica, si bien la exclusión ha aumentado más por las dificultades de acceso al crédito que por motivos relacionados con el funcionamiento del sistema financiero. El margen de mejora sigue siendo significativo, principalmente por la utilización de las nuevas tecnologías y la intensificación de los programas de educación financiera de los usuarios.