

Carta de la Redacción

La intensidad de la crisis económica que ha afectado a la gran mayoría de los países de la zona del euro estuvo directamente relacionada con el nivel de deuda de los agentes económicos de cada país. En España, el enorme proceso de inversión asociado al sector inmobiliario se sostuvo en un fuerte endeudamiento de empresas y familias, y en una creciente dependencia exterior de la financiación bancaria, lo que dio lugar a una elevada deuda externa. La recuperación de los equilibrios requiere, por tanto, un periodo de tiempo prolongado en el que el sector financiero ocupa una posición clave. El presente número de *Cuadernos de Información Económica* se inicia con cuatro artículos que se ocupan de cuestiones como el ahorro y el crédito, los retos de la banca española tras la reestructuración, las nuevas alternativas de financiación empresarial y la solvencia de los activos fiscales diferidos.

El artículo de SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ revela cómo el esfuerzo de desapalancamiento por parte de empresas y familias (37,5 puntos de PIB entre 2010 y junio de 2015) está siendo compatible con una paulatina recuperación de los flujos de ahorro financiero y de nuevos créditos, lo que depende en gran medida de la situación macroeconómica y de las condiciones financieras, muy vinculadas a la política monetaria del momento. Aunque la devolución de la deuda pesa todavía más que la nueva financiación, los autores apuntan que en 2016 podría invertirse la relación. El crecimiento del crédito nuevo a hogares, pymes y grandes empresas, aunque lejos de las cifras observadas en 2010, sugiere un progresivo avance de la financiación al consumo y a la inversión que, además, se realiza a menores tipos de interés.

La reestructuración y el saneamiento del sector bancario han sido aspectos claves en la recuperación de

su rentabilidad y de su capacidad de dar crédito, del mismo modo que el esfuerzo de capitalización realizado le ha permitido cumplir con los niveles de solvencia más exigentes. Sin embargo, la banca española se enfrenta a retos importantes, no muy distintos de los que debe afrontar el conjunto de la banca europea. El artículo de JOAQUÍN MAUDOS lleva a cabo una revisión de la evolución reciente del sistema bancario español con especial atención a los factores que determinan la rentabilidad y la eficiencia de las entidades en el actual escenario de reducidos tipos de interés y desapalancamiento del sector privado. Sus conclusiones son que, a pesar de la intensa corrección de la capacidad instalada, los costes por unidad de activo apenas han caído, por lo que sigue siendo necesario racionalizar costes y plantear nuevos modelos de negocio menos dependientes de la oficina tradicional.

El desarrollo de vías de financiación alternativa para las empresas puede ser complementario con el canal bancario, que seguirá siendo fundamental para atender una parte significativa de la demanda de crédito. Como se explica en el artículo de IRENE PEÑA, las fuentes de financiación alternativa (*crowdfunding*, *business angels*, *direct lending*, mercado alternativo bursátil, mercado de deuda corporativa, capital riesgo, etc.) son vías de obtención de recursos que pueden proporcionar estructuras de capital más sólidas y reducir los riesgos ante posibles *shocks* financieros. En lo que se refiere a la entrada de terceros en el capital de las pequeñas y medianas empresas, las ventajas en términos de crecimiento y creación de valor son indudables, aunque en Europa persisten factores culturales que limitan esta vía, especialmente en las empresas de carácter familiar. En cuanto a las nuevas fórmulas apoyadas en la deuda, las emisiones ofrecen una posibilidad más flexible en lo referente a compromisos y pueden alcanzar plazos más

elevados. El principal obstáculo que detecta la autora es el reducido tamaño medio de las pymes, aunque inicia-tivas como las enunciadas cuentan cada vez con mayor apoyo institucional en la Unión Europea.

Los activos fiscales diferidos contabilizados por las entidades de crédito españolas y su conversión en créditos fiscales han sido objeto de una nueva regulación, que ha sido favorablemente valorada por la Comisión Europea y que elimina las incertidumbres existentes sobre su compatibilidad con la legislación comunitaria. El artículo de MARÍA LÓPEZ y AITANA BRYANT analiza el origen y la importancia de los activos fiscales diferidos de la banca española en el contexto europeo. Se espera que la banca europea elimine gradualmente su dependencia de estos activos como forma de capital de alta calidad a medida que se consolida la recuperación del sector y se refuerza su solvencia. Entre tanto, la solución adoptada en España para seguir computado los créditos fiscales diferidos en el capital se ha instrumentado a través de una tasa que, en opinión de las autoras, no tendrá un impacto elevado en la cuenta de resultados de las entidades.

Los dos siguientes artículos tienen como objeto de atención el sector exterior de la economía española. Uno de los rasgos más característicos del patrón de crecimiento de España es la aportación negativa del sector exterior durante las fases de crecimiento positivo. La razón principal está en la elevada elasticidad de las importaciones a la demanda nacional, lo que refleja la incapacidad del sector manufacturero para responder a la demanda interna. El artículo de MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ analiza la competitividad en costes de la industria española y su comportamiento reciente estableciendo la diferencia entre las ramas orientadas a las exportaciones y las orientadas al mercado interno. En las primeras, el crecimiento de la productividad en la etapa anterior a la crisis fue mucho más alto que en las segundas, de modo que a pesar de registrar aumentos más elevados de los salarios, sus costes laborales unitarios apenas crecieron y sus márgenes empresariales se incrementaron notablemente. En cambio, las ramas orientadas al mercado interior sufrieron fuertes subidas de los costes laborales unitarios y sus márgenes apenas mejoraron en los años de la expansión. Durante la etapa de recesión, hasta 2012, los márgenes empresariales se comportaron de forma inversa: en las ramas exportadoras no experimentaron variación alguna, mientras en las orientadas al mercado interno aumentaron, aunque de forma modesta. La autora concluye que esta mejora de los márgenes es condición necesaria para que la industria manufacturera recupere su atractivo como destino de la inversión productiva y aumente su cuota de mercado

frente a las importaciones para atender al crecimiento de la demanda.

Ahora bien, en el contexto del comercio exterior de mercancías, la situación de España en cuanto a sus exportaciones netas como porcentaje del PIB está todavía lejos de las economías exportadoras líderes en Europa. La diferencia principal está en el menor nivel de actividad exterior de las pequeñas empresas nacionales. El artículo de RAMÓN XIFRÉ coloca el acento en la que denomina base de la pirámide empresarial española, empresas que han iniciado su actividad exportadora en los años de la crisis, que cuentan con un proyecto de negocio consolidado y que pueden convertirse en exportadoras regulares. Entre sus propuestas figuran el apoyo individualizado, la creación de redes y alianzas, el aprovechamiento del potencial de las TIC y abordar el proceso de internacionalización como parte de una estrategia de mayor calado que busque mejorar la competitividad del negocio.

Los dos artículos con los que se cierra este número de *Cuadernos de Información Económica* analizan, respectivamente, otras tantas cuestiones relacionadas con la incorporación de los jóvenes al mercado laboral y con el ajuste del empleo público en los años de la crisis. El contexto económico en que se produce la incorporación de los jóvenes al mercado de trabajo una vez terminados sus estudios no solo condiciona su probabilidad de encontrar empleo y su salario a corto plazo, sino que tiene efectos persistentes sobre su trayectoria laboral, distintos según el nivel educativo alcanzado. El artículo de DANIEL FERNÁNDEZ KRANZ y NÚRIA RODRÍGUEZ PLANAS compara las curvas de carrera de los jóvenes que terminan sus estudios en diferentes momentos del tiempo y bajo condiciones económicas dispares. Entre sus hallazgos destaca el hecho de que los efectos sobre los ingresos laborales anuales están provocados por la diferencia en la probabilidad de tener empleo y no tanto por diferencias en los salarios. A su vez, la penalización por incorporarse al mercado de trabajo en momentos de crisis es mayor y más persistente por efecto de la temporalidad en el empleo, especialmente entre los jóvenes sin una licenciatura universitaria, lo que sugiere que los contratos temporales, en lugar de funcionar como un peldaño hacia mejores empleos, atrapan a los trabajadores en el segmento precario del mercado.

El proceso de consolidación fiscal aplicado en España en los últimos años ha dado lugar a una reducción del número de empleados al servicio de las Administraciones públicas. El análisis realizado por ANTONIO MONTESINOS, JAVIER J. PÉREZ y ROBERTO RAMOS disecciona los cambios

que se han producido en la estructura y composición del empleo público durante la reciente crisis económica. El ajuste se concentró en el bienio 2012-2013, pero su interpretación debe tomar como referencia la expansión del empleo en los cuatro años anteriores. A su vez, la reducción del número de efectivos se apoyó mayoritariamente en los trabajadores temporales, lo que dota al ajuste de un carácter no solo estructural, sino también

cíclico. Por otra parte, el aumento de la jornada legal de trabajo ha mitigado los efectos de la disminución del empleo, especialmente en algunos sectores como el educativo. El balance de 2007 a 2014 muestra una composición del empleo público en la que ganan peso los empleados de las comunidades autónomas, los de las ramas sanitarias y de servicios sociales y los que tenían un contrato indefinido.