

Carta de la Redacción

La economía española seguirá creciendo a buen ritmo a lo largo de 2016, pero el agotamiento progresivo de los factores extraordinarios que impulsaron el crecimiento en 2015, así como el deterioro de algunas economías emergentes en un entorno de mayor incertidumbre global han originado una ligera revisión a la baja de las previsiones. Los efectos del menor crecimiento global sobre la economía española se manifiestan principalmente a través de la inversión y de las exportaciones, cuyo comportamiento, aunque positivo, será algo menos favorable que el que se preveía hace unos meses. Como se recoge en el artículo de ÁNGEL LABORDA y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, el PIB crecerá un 2,7% en 2016 y un 2,3% en 2017, si bien existen riesgos adicionales derivados del resurgimiento de las tensiones en los mercados financieros así como del posible impacto negativo de la incertidumbre política interna sobre las decisiones de inversión y contratación de personal. El empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, crecerá un 2,4% este año y un 2% el próximo, de modo que el aumento del número de ocupados según la Encuesta de Población Activa será de 794.000 entre los dos ejercicios y la tasa de paro se reducirá hasta el 18,2% de media anual en 2017. El efecto del ciclo económico sobre el déficit público seguirá siendo favorable, de forma que en 2016 se espera una disminución del mismo hasta el 4% del PIB, que podría situarse en el 2,9% en 2017 gracias también a la reducción del déficit cíclico, aunque solo en una pequeña cuantía a la mejora del déficit estructural.

Las turbulencias de los mercados financieros a comienzos de 2016 afectaron de forma especialmente negativa a las cotizaciones de las entidades de crédito

europas. Las dudas sobre la salud de algunos bancos europeos tienen que ver, en unos casos, con la reforma del esquema de resolución en el marco de la unión bancaria y, en otros, con las nuevas estimaciones de créditos difícilmente recuperables. En este contexto, sin embargo, la banca española presenta algunas ventajas comparativas, como señalan en su artículo SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ: la correcta valoración de sus activos tras los ejercicios de transparencia aumentada y los resultados obtenidos en comparación con las enormes pérdidas de grandes entidades extranjeras. No obstante, la multiplicación de las exigencias regulatorias ocasiona un coste de oportunidad que influye negativamente sobre la actividad crediticia. Pero además, los tipos de interés negativos no permiten articular productos y servicios con la suficiente rentabilidad, siendo este uno de los principales retos de la banca española y europea en los próximos años.

El impacto sobre las empresas cotizadas españolas es, probablemente, el efecto más visible de la crisis de las economías emergentes. El artículo de NEREIDA GONZÁLEZ, PABLO GUIJARRO y DIEGO MENDOZA analiza la exposición de la economía española a terceros países tomando como punto de partida los datos sobre exportaciones, inversión directa de España en el extranjero y transacciones corporativas transfronterizas de las empresas españolas. La dinámica de internacionalización se ha caracterizado por una presencia cada vez más consolidada en Latinoamérica y un aumento de los flujos comerciales con Asia. En consecuencia, este posicionamiento puede inducir cierta volatilidad de las cuentas de resultados de las empresas españolas, debido al com-

portamiento de algunas economías emergentes como Brasil o China. Sin embargo, las relaciones económicas internacionales de España siguen teniendo su principal referencia en la Unión Europea, de modo que el devenir del conjunto de la economía española en el presente ejercicio dependerá más de la trayectoria de los países avanzados y del propio comportamiento de la demanda interna.

La reacción de los agentes económicos ante los cambios en los impuestos personales sobre la renta puede afectar a la oferta de trabajo, las decisiones de ahorro e inversión, o incluso la predisposición a eludir impuestos o defraudar. Las estimaciones realizadas a nivel internacional revelan que los individuos son bastante sensibles a los cambios tributarios, pero de forma diferente en el corto y medio-largo plazo. MARÍA ARRAZOLA y JOSÉ DE HEVIA presentan una estimación de la elasticidad de la renta declarada ante los cambios en los tipos impositivos marginales del IRPF, estableciendo las diferencias entre el corto y el medio-largo plazo, y evaluando también el efecto anticipación en virtud del cual los agentes modifican su comportamiento antes incluso de que una reforma fiscal entre en vigor. Entre los resultados obtenidos para el caso de la reforma de 2007, encuentran que los efectos de los procesos de ajuste por parte de los agentes son de una magnitud parecida a corto y a medio-largo plazo, lo que sugiere un ajuste rápido que no se prolonga muchos periodos.

En el primero de los artículos de esta edición de *Cuadernos de Información Económica* se ponía de relieve los escasos avances esperados en la reducción del déficit público estructural. Entre los factores que pueden condicionar el futuro del déficit estructural a medio y largo plazo se encuentran, sin duda, los efectos del envejecimiento de la población sobre el gasto público, especialmente a través de los sistemas de pensiones, la sanidad y los servicios de cuidados personales. Sin embargo, existe a menudo una visión distorsionada que tiende a confundir la longevidad con el envejecimiento. Como se explica en el artículo de JOSÉ A. HERCE, la compresión de la mortalidad en el último siglo conduce a una situación en la que la barrera psicológica de los 65 años ha cambiado en lo que se refiere a la definición de lo que se entiende por vejez, habida cuenta, por ejemplo, que la mayoría de los individuos sobrevivirán hasta edades centenarias en el presente siglo y sufrirán

periodos de senectud considerablemente más breves que los actuales. El problema no sería, pues, la longevidad, sino las resistencias a adaptar nuestros sistemas económicos, sociales y previsionales a esa nueva situación de una creciente esperanza de vida. En particular, el sistema sanitario es mucho menos sensible de lo que se cree al envejecimiento y su sostenibilidad no debería ser un problema irresoluble. A su vez, las recientes reformas del sistema público de pensiones en España van a mejorar en parte su sostenibilidad financiera, si bien el reto que se presenta es mantener la suficiencia de las pensiones en un marco de mayor longevidad.

Una de las consecuencias de la reestructuración bancaria en España ha sido el aumento de la concentración del sector, hasta el punto de superar los valores promedio de la banca europea. Tomando como referencia distintos indicadores a escala provincial con datos de la red de oficinas, el artículo de JOAQUÍN MAUDOS destaca las amplias diferencias entre provincias, con tendencia a una mayor concentración en aquellas con reducida densidad de población, frente al mayor número de competidores existente en las provincias más pobladas. Si bien un aumento de la concentración no implica necesariamente una menor competencia, los niveles alcanzados en algunos casos aconsejan tener en cuenta esta variable. La competencia depende también de la capacidad para reducir costes y alcanzar así precios razonables en los productos que se ofrecen. En todo caso, el proceso de concentración es en buena medida el resultado de la política impulsada por el regulador para mejorar la eficiencia de las entidades financieras.

Los problemas informativos en los mercados financieros confluyen singularmente en el caso de los préstamos hipotecarios. El artículo de CARLOS MONASTERIO examina la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013 en relación con las cláusulas suelo, a la luz de la economía de la información. A juicio del autor existe una cierta confusión en dicha Sentencia entre la información que las entidades financieras deben proporcionar a los clientes y el uso efectivo y responsable de la misma por parte de los consumidores. La regulación existente sería, en su opinión, suficiente para que los clientes pudiesen conocer las características del producto contratado y, en particular, las cláusulas suelo. Pero la Sentencia del Tribunal Supremo vendría a dejar sin valor la normativa sobre transparencia y pro-

tección del consumidor, de modo que, aun cumpliendo sus requisitos, las entidades no tendrían la garantía de haber proporcionado información suficiente a juicio de los tribunales. Por otra parte, argumentar que existía un reparto desigual de riesgos supone admitir que los bancos eran capaces de prever con años de anticipación que la política monetaria del BCE iba a reducir hasta el mínimo los tipos de interés.

La sección de Economía internacional se abre con un artículo de VÍCTOR ECHEVARRIA y FRANCISCO VALERO en el que se aborda una de las cuestiones más controvertidas en relación con las posibles reformas del marco regulatorio del sistema bancario: la que afectaría al tratamiento de los bonos soberanos. Los estrechos vínculos entre los riesgos soberanos y bancarios crearon un peligroso círculo vicioso durante la reciente crisis financiera que transmitía las situaciones de estrés de las entidades bancarias a su propio soberano y viceversa, actuando como mecanismo de amplificación del estrés financiero. El trabajo analiza las medidas propuestas por la Comisión Europea que podrían dar lugar a una nueva regulación de los riesgos soberanos, bien mediante su ponderación en función de su calificación crediticia en los activos ponderados por riesgo, bien mediante el establecimiento de límites a la posesión de deuda pública por parte de los bancos. El análisis de ambas alternativas pone de relieve que, si bien podrían tener algunos aspectos positivos, sus efectos podrían ser muy perniciosos, empeorando las situaciones de estrés soberano o bancario, salvo que se introdujesen con carácter previo la extensión del BCE como prestamista

de última instancia de los soberanos y la creación de una unión bancaria completa. Solo así, incluyendo la penalización a las tenencias de bonos en un paquete de reformas mucho más amplio, podría contribuirse a mejorar el objetivo de estabilidad financiera.

El último artículo incluido en esta edición de *Cuadernos de Información Económica* realiza una síntesis de la reciente literatura sobre desigualdad, un área de investigación que con motivo de la crisis económica global ha pasado a ser objeto de un amplio debate académico. ÁNGEL ESTRADA, IVÁN KATARYNIUK y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN analizan las tendencias recientes de la desigualdad económica advirtiendo sobre las propiedades y limitaciones de los indicadores más generalmente utilizados. A continuación, revisan las explicaciones sobre las causas del aumento de la desigualdad así como sus implicaciones sobre el crecimiento, la estabilidad financiera o la movilidad intergeneracional. Entre sus conclusiones, los autores destacan que no existe una teoría que determine el nivel óptimo de desigualdad o qué dimensión de la desigualdad es más relevante (renta, riqueza, oportunidades), de modo que la discusión se establece en términos normativos considerando la efectividad de las políticas para su reducción. En los países avanzados las mejores experiencias apuntan a sistemas fiscales progresivos y políticas que mejoren el capital humano, mientras en los países en desarrollo se propone, además de lo anterior, establecer incentivos que reduzcan la informalidad y procurar una mayor inclusión financiera para reducir así la polarización en la distribución de la renta.