

## Carta de la Redacción

**L**a economía española crecerá en 2017 un 2,4% y seguirá liderando el crecimiento entre los grandes países de la eurozona. El empleo aumentará un 2% y la tasa de paro continuará disminuyendo, situándose ligeramente por encima del 17% al terminar el año. Los pilares de la recuperación económica se mantienen, por tanto, en 2017, pero ahora son los factores internos los que la impulsan. Las empresas están en mejores condiciones financieras y de competitividad; el sector bancario, más saneado, contribuirá a facilitar nuevo crédito; y los hogares disponen de una creciente capacidad de consumo e inversión en vivienda gracias a las rentas del trabajo. Además, y a diferencia de la anterior etapa expansiva, el crecimiento reciente no está generando desequilibrios: las cuentas con el exterior se saldan con superávit, continúa el proceso de desendeudamiento privado, la competitividad en costes se mantiene estable y el sector industrial muestra un dinamismo sostenido. Estas son las principales referencias del artículo de **RAYMOND TORRES** y **MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ** con el que se abre este número de *Cuadernos de Información Económica*.

Sin embargo, los factores externos, que hasta fechas recientes fueron determinantes en la recuperación de la economía española, se están agotando si no lo han hecho ya, y ello frenará el ritmo de crecimiento. El encarecimiento del petróleo, el previsible aumento de los tipos de interés a largo plazo y el débil crecimiento de los mercados de exportación dibujan un escenario externo que ralentizará el proceso de recuperación. De algún modo, todo esto se anticipaba en las previsiones de crecimiento para 2017. Pero los riesgos son, adicionalmente, a la baja en la economía internacional. A la

problemática situación bancaria en algunos países de la eurozona se suman ahora las incertidumbres que genera la salida del Reino Unido de la Unión Europea, las convocatorias electorales en Francia y Alemania y, más recientemente, las iniciativas económicas anunciadas por el nuevo presidente norteamericano en política presupuestaria, comercial y de inmigración, con su previsible impacto sobre la política monetaria de la Reserva Federal, que podría ampliar su divergencia con la de los grandes bancos centrales del resto del mundo. Por ello, este entorno externo se configura como una de las principales incertidumbres para la economía europea y, naturalmente, para la economía española.

Esa es la razón por la que, además del tratamiento que realiza el artículo que abre este número, otros tres trabajos tomen como principal motivo de análisis distintos aspectos del entorno externo: uno más en esta sección de Economía y Finanzas Españolas, y otros dos en la sección de Economía Internacional.

El impacto de los diferentes escenarios a que puede dar lugar finalmente el *Brexit* tiene en España una especial importancia, dadas las intensas relaciones comerciales y financieras entre los dos países. **SANTIAGO CARBÓ** y **FRANCISCO RODRÍGUEZ** estudian la elevada exposición del sector bancario español, tanto a través de la inversión directa (siendo el sector que lidera dicha inversión), como a través de los derechos que detenta en el Reino Unido, especialmente frente al sector empresarial no bancario en forma de créditos y participaciones. Además, los bancos españoles tienen una significativa presencia en el mercado minorista británico, de modo que

cualquier incidencia negativa que pudiera derivar del *Brexit* para la economía del Reino Unido tendría consecuencias negativas sobre aquellos. De igual modo, a los cambios que se están produciendo en la regulación financiera podrían añadirse disposiciones adicionales en el proceso de negociación entre el Reino Unido y la Unión Europea que abren un abanico de riesgos, pero también de oportunidades, para la banca española.

Una de las características diferenciales de la actual senda de recuperación económica en España durante los últimos años es que se trata de uno de los pocos periodos de la reciente historia económica en que el crecimiento no viene acompañado de una expansión equivalente del sector de la construcción. El artículo de PALOMA TALTAVULL pone de relieve la pronunciada caída de la actividad constructora desde los inicios de la crisis, y que ha afectado tanto a la obra pública como a la edificación residencial. Esta última continúa sin remontar a pesar de que la economía española acumula ya más de tres años de crecimiento y creación de empleo, y de que existe una demanda potencial importante en las franjas de edad con mayor necesidad de vivienda. Aun con las ventajas presentes en las condiciones de accesibilidad —fuerte caída de precios y bajos tipos de interés—, las condiciones del mercado de trabajo para la población joven y las todavía reducidas expectativas de mejora determinan que solo los hogares con ingresos estables y ahorro disponible puedan acceder a la compra de vivienda. La limitada reactivación del sector de la construcción, por tanto, ha venido de la mano de los flujos de inversión procedentes del exterior y dirigidos a sectores como el logístico y comercial, ya que por el momento la demanda residencial está siendo satisfecha mediante la reducción del *stock* de viviendas.

El clima económico y la regulación tienen un efecto importante sobre la actividad económica de los países y las regiones. Esta es la premisa de la que parten los informes *Doing Business* que realiza el Banco Mundial sobre los efectos de las leyes y regulaciones desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas. La inquietud sobre las posibles divergencias entre las regiones españolas en estas materias dio lugar a la realización de un informe sobre la regulación autonómica que se publicó en 2015. El artículo de RAMON XIFRÉ presenta los principales resultados de este informe, que se refieren en síntesis a la facilidad para hacer nego-

cios, y los pone en relación con algunas variables que reflejan la actividad económica regional. Sin embargo, no se encuentra una asociación significativa entre unos y otras, probablemente porque el informe omite otro tipo de consideraciones y de regulaciones que pueden tener una influencia mucho mayor en las principales variables económicas. En todo caso, existiría un margen para que las comunidades autónomas mejoren su regulación económica y faciliten de ese modo la creación y desarrollo de empresas en su territorio.

El artículo de CÉSAR CANTALAPIEDRA y SALVADOR JIMÉNEZ examina el comportamiento de las comunidades autónomas en la financiación de su endeudamiento reciente. En un contexto económico-financiero muy favorable para las emisiones y la refinanciación en los mercados de capitales, el Tesoro ha alargado la vida media de su cartera reduciendo a la vez su coste medio. Sin embargo, en el caso de las comunidades autónomas, unos dos tercios de su financiación en 2016 se han cubierto apelando precisamente al propio Tesoro a través de los mecanismos de financiación extraordinarios creados en su día para atender a aquellas comunidades que no podían acudir a los mercados. La pérdida de peso de los valores emitidos ha sido tal en los últimos años que la mitad de la deuda pública autonómica tiene como financiador al Tesoro Público. Aunque se detecta un cierto retorno de algunas comunidades a los mercados de capitales, se trata de un proceso muy lento que puede estar motivado por los incentivos que genera el sistema actual de financiación a través del Tesoro, pero que puede resultar dañino en el momento de procurar la reentrada en los mercados. El problema de la financiación regional, concluyen los autores, no debería descansar en solventar su endeudamiento.

La sección de Economía y Finanzas Españolas se cierra con un artículo de PABLO I. HERNÁNDEZ sobre los efectos de la regulación de los plazos de pago de las operaciones comerciales, cuya finalidad ha sido limitar el problema de la morosidad entre las pequeñas y medianas empresas. Los principios en que dicha regulación se ha basado tienen que ver con la hipótesis de ejercicio del poder de negociación de las grandes empresas sobre las pequeñas en las relaciones comerciales, si bien existen otras tesis que vinculan las condiciones de pago al plazo necesario para verificar la calidad de los productos intercambiados. Sea como fuere, lo cierto es que el

periodo medio de pago de las operaciones comerciales apenas ha mejorado y ello plantea la conveniencia de mejorar la supervisión y el cumplimiento de los acuerdos, garantizando la suficiente eficacia a los tribunales o instancias mediadoras en caso de conflicto.

Como señalábamos al comienzo de estas líneas, el escenario exterior para 2017 se presenta cargado de incertidumbres, cuyo desarrollo puede afectar, previsiblemente de forma negativa, al conjunto de la economía europea. En la sección de Economía Internacional, dos artículos más se centran en los efectos de la política económica norteamericana de los próximos años. El primero de ellos se refiere a la política monetaria y el segundo al impacto que puede tener para el resto del mundo las políticas económicas de Donald Trump.

La senda de normalización monetaria iniciada por la Reserva Federal norteamericana hace poco más de un año adolece de un gradualismo nunca antes observado en ciclos similares. El tipo de interés de los fondos federales está claramente por debajo del nivel que cabría deducir al aplicar la regla de Taylor, habitualmente adoptada en el diseño de la política monetaria en ese país. El artículo de JUAN CARLOS BERGANZA y JAVIER VALLÉS desgana, en primer lugar, los factores que ayudan a explicar esta particularidad y analiza, después, los efectos internacionales de dicha política monetaria. Los canales de transmisión operan a través del tipo de cambio por el efecto recomposición entre demanda exterior y nacional, el canal comercial por la vía de la influencia que la demanda nacional tiene en la demanda exterior, y el canal financiero por la relación de los tipos de interés con los precios de los activos financieros a nivel global. Lo que vaya a suceder en EE.UU. si se producen los anunciados cambios en las políticas fiscal, comercial y de inmigración, tras la nueva presidencia del país, pueden requerir como respuesta una política monetaria más restrictiva, acentuando la divergencia con las políticas monetarias de otras áreas económicas y generando un aumento de los desequilibrios globales. Cabe esperar, sin embargo, señalan los autores, que el posible endu-

recimiento monetario sea también más gradual que en otras ocasiones, facilitando que los bancos centrales de los demás países puedan responder acertadamente a las alteraciones en los tipos de cambio y en los tipos de interés a largo plazo, de acuerdo con las circunstancias de sus economías domésticas.

Las medidas anunciadas por el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, representan un profundo cambio en la política económica seguida por ese país en las últimas décadas. Todavía es pronto para valorar el alcance y los efectos de los cambios que vayan a materializarse en los próximos meses, entre otras cosas por la incertidumbre respecto a la forma en que habrán de concretarse o la secuencia temporal en la que se ejecutarán; pero sí parece que serán profundos y, en todo caso, impactarán también sobre los demás países, dadas las interrelaciones comerciales y financieras de Estados Unidos con el resto del mundo. El artículo de JUAN CARLOS BERGANZA y PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS analiza el contenido de las propuestas económicas del nuevo presidente y valora sus posibles consecuencias sobre la propia economía estadounidense y sobre la economía global. Los mercados financieros han reaccionado con rapidez mediante subidas de las bolsas, aumentos de los tipos de interés y depreciación de la mayoría de las monedas frente al dólar. Sin embargo, el impacto sobre la actividad económica y el comercio internacional es más difícil de anticipar, si bien se percibe un giro proteccionista que afectará a los tratados comerciales. Aunque algunos de los escenarios de expansión de la demanda agregada podrían estimular las exportaciones de los demás países hacia Estados Unidos, son numerosos los riesgos a que dicha política podría dar lugar, tanto por la fase del ciclo en que se encuentra la economía norteamericana como por su elevado nivel de deuda pública. El balance es altamente incierto, dada la radicalidad y multiplicidad de las medidas así como sus posibles contradicciones, y la probabilidad de escenarios adversos es también elevada, especialmente para aquellas economías más expuestas al comercio con Estados Unidos.