

Carta de la Redacción

La economía española continuará en los próximos dos años consolidando la recuperación económica iniciada tras la última crisis. La propia inercia del crecimiento del pasado ejercicio, el saneamiento financiero de las empresas y su favorable posicionamiento competitivo en el contexto internacional siguen siendo factores impulsores de la onda expansiva del trienio 2015-2017. Sin embargo, factores como la normalización de la política monetaria, el encarecimiento del petróleo y la ralentización de algunos mercados de exportación, configuran un escenario externo que puede frenar el ritmo de crecimiento en los próximos meses. La desaceleración se explica también por factores internos, como el menor pulso del consumo privado o la moderación del auge del turismo internacional. Pero más allá del análisis de la actual coyuntura y de las previsiones más inmediatas, el artículo de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ que abre este número de *Cuadernos de Información Económica* coloca el acento en los dos principales desafíos a los que se enfrenta la economía española del presente: la deuda pública y el mercado laboral. A diferencia de la anterior etapa expansiva de la economía española, que redujo la ratio de deuda pública sobre PIB a uno de los niveles más bajos de la eurozona, desde el inicio de la crisis hasta la actualidad el endeudamiento público se ha disparado hasta una de las tasas más elevadas. Ello supone una fuente importante de vulnerabilidad ante una subida de tipos de interés o un posible deterioro de la confianza de los inversores, además de limitar el margen de maniobra de la política fiscal ante un hipotético agotamiento del ciclo de crecimiento. Es necesario, por tanto, definir una estrategia de elimi-

nación del déficit estructural y reducción progresiva del volumen de deuda, a un ritmo suficiente y con un grado de compromiso creíble. El segundo problema, el mercado laboral, tiene mucho que ver con la elevada temporalidad del empleo que se crea y con las insuficiencias y limitaciones de las políticas activas, cuya manifestación más palpable es el paro de larga duración y la dilatada transición de los jóvenes desde su etapa formativa a la vida activa. En ambos casos, la posición de España es claramente desfavorable en comparación con los países avanzados de la eurozona. La actual fase de expansión económica debería ser aprovechada para corregir esos dos desequilibrios, lo que aumentaría la resiliencia de la economía española ante eventuales choques económicos y financieros.

La inversión en investigación y desarrollo (I+D), así como las actividades de innovación empresarial, se configuran como factores muy relevantes del crecimiento económico. Además, se interpreta que la acumulación de conocimiento está sometida a los límites que históricamente han condicionado otros factores productivos, como el capital físico o los recursos naturales. En España, el esfuerzo en I+D respecto al PIB no solo se sitúa por debajo de la media de la Unión Europea, sino que la llegada de la reciente crisis económica quebró el proceso de anterior convergencia, abriéndose de nuevo una importante brecha con las economías europeas más avanzadas. El artículo de RAMÓN XIFRÉ subraya la volatilidad del patrón de evolución reciente del gasto en I+D en España, así como la destacada contracción del gasto privado —muy alejado de la media de la UE—

y la reducida ejecución del gasto de la Administración del Estado. Asimismo, se comprueba la fuerte caída del número de empresas que realizan actividades de innovación tecnológica, hecho este que contrasta con la trayectoria algo más positiva de las empresas que presentan innovaciones no tecnológicas.

En todo caso, los análisis de tipo de general, que revelan la influencia de la innovación sobre la competitividad empresarial y el crecimiento económico, son objeto de matización en el trabajo de DANIEL MORALES, MIKEL BUESA, JOOST HEIJS y THOMAS BAUMERT, que realizan un análisis exhaustivo del impacto de la innovación sobre la competitividad empresarial para una amplia muestra de empresas industriales españolas. La relación entre distintas estrategias de innovación empresarial (reducción de costes, diferenciación de producto y otras) por una parte, y los resultados en productividad, margen de explotación y cuota de mercado, por otra, no siempre avalan la generalizada creencia de los efectos inequívocos de la innovación sobre el éxito empresarial. Las pautas generales que se obtienen sugieren que la orientación innovadora basada en la disminución de los costes de producción aumenta la productividad y los beneficios, pero la innovación de producto solo logra aumentar la productividad, no así el margen de explotación. Y ninguna de las dos parece afectar a la cuota de mercado. No obstante, los resultados varían según las ramas industriales, de modo que puede afirmarse que la innovación se ve condicionada por las especificidades tecnológicas y económicas de cada una de ellas, así como por la estructura de los mercados. Las políticas de promoción de la innovación deberían, por tanto, tomar en consideración esa heterogeneidad para aprovechar mejor los recursos destinados a una actividad, la innovadora, que está sometida a un nivel de riesgo no desdeñable.

La preocupante relación entre riesgo bancario y riesgo soberano ha vuelto al primer plano de la actualidad a raíz de los problemas de la deuda italiana y de su fuerte concentración en los mayores bancos de ese país. Como señala el artículo de ÁNGEL BERGES y VÍCTOR ECHEVARRÍA, los bancos españoles han venido desempeñando un eficaz papel estabilizador en la tenencia de deuda pública nacional, cumpliendo además importantes funciones como creadores de mercado y distribuidores entre inversores minoris-

tas. Sin embargo, en términos generales, un posible descenso del valor de la deuda pública puede dar lugar a una caída de la solvencia de las entidades financieras que poseen este tipo de activos en sus balances. De hecho, en el periodo 2008-2012 se registraron fuertes aumentos de las primas de riesgo de crédito (CDS) tanto de los soberanos como de los bancos en toda la eurozona. Ahora bien –y este es un elemento diferencial de la actual situación–, en el periodo 2015-2016, no se ha observado un traslado sustancial entre ambos tipos de riesgo. Puede afirmarse, por tanto, que en el momento presente, las perspectivas económicas y la buena marcha de los fundamentales de las principales economías de la eurozona representan una barrera de protección frente al posible deterioro de la solvencia de algunas entidades.

Uno de los impuestos que ha sido objeto de mayor controversia en los últimos meses es el que grava las sucesiones y donaciones. Y no solo por el rechazo que genera entre amplios sectores sociales. Se trata de un impuesto cedido a las comunidades autónomas, que además disponen de capacidad normativa, lo que da lugar a amplias diferencias en la regulación de los elementos esenciales del tributo que, en bastantes ocasiones, son interpretadas como agravios. Pero es un impuesto que, al menos en teoría, cumple una finalidad muy concreta por sus efectos sobre la redistribución de la riqueza y la igualdad de oportunidades. El artículo de MIGUEL ÁNGEL BARBERÁN LAHUERTA y MARÍA CARMEN TRUEBA CORTÉS realiza un ejercicio de simulación del impacto que tendría la propuesta de la Comisión de Expertos que elaboró el Informe de Reforma del Sistema Tributario en comparación con la normativa estatal de 1987 y con la de cuatro comunidades autónomas con regulaciones diferentes. Dicha propuesta, que homogeneizaría el tratamiento en toda España mediante un único mínimo exento con tipos máximos y mínimos para cada grupo de parentesco, simplificaría la liquidación del impuesto, pero daría lugar a una importante reducción de la recaudación y a un amplio retroceso en materia de progresividad y redistribución de la riqueza.

Entre las numerosas transformaciones que han afectado al sistema financiero desde los inicios de la última crisis, una de las de mayor calado ha sido sin duda la reasignación de las funciones de las cajas de ahorros en una doble dirección: la activi-

dad financiera en unas nuevas entidades de crédito bajo la forma de banco, y la obra social en manos de unas fundaciones que, a su vez, se convirtieron en titulares de las acciones de las recién creadas entidades crediticias. El artículo de NURIA BAJO DAVÓ y JOSÉ MANUEL RODRÍGUEZ CARRASCO examina los aspectos fundamentales del gobierno corporativo de las fundaciones bancarias y valora las consecuencias de todos estos cambios en la obra social. La vinculación entre las fundaciones y los bancos se articula principalmente a través del protocolo de gestión y del plan financiero, siendo el patronato el órgano a quien corresponde cumplir los fines fundacionales y administrar con diligencia los bienes y derechos de la fundación. Pero más allá del cumplimiento de los requisitos legales, la medición del desempeño de las fundaciones exige no solo valorar los resultados financieros, sino desarrollar indicadores de impacto que permitan una evaluación de la obra social en la que se integren las expectativas y percepciones de los grupos de interés relevantes. Posiblemente sea este el ámbito que mayor atención requiera por parte de las fundaciones bancarias en los próximos años.

La sección de Economía Internacional analiza el cambio del clima monetario y financiero que se ha iniciado en Europa en el verano de 2018. Las últimas decisiones del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) han fijado fecha a la finalización del programa de compra de activos y parecen

confirmar una primera subida de tipos hacia el verano de 2019, siempre en función de cuál sea la trayectoria macroeconómica de la eurozona y de cómo se comporte el riesgo político que afecta a las decisiones presupuestarias de los Estados miembros. Pero en el centro de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, la estabilidad financiera es un condicionante fundamental, principalmente por los efectos de la normalización de la política monetaria sobre los balances bancarios. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ analiza los efectos de esta nueva orientación de la política monetaria del BCE sobre los resultados de los bancos. A su juicio, la retirada del programa de compra de deuda y el posible retraso, durante unos meses, de la subida de tipos pueden favorecer que la normalización de las curvas de rendimiento de la deuda soberana se vaya trasladando a la deuda y la financiación privadas, lo que se traduciría en mayores márgenes de intermediación. Más adelante, y aunque cada entidad cuenta con una sensibilidad distinta de los componentes de activo y pasivo a variaciones en el tipo de interés de referencia, cabe anticipar un impacto positivo sobre la ratio de rentabilidad de recursos propios de los bancos (RoE) ante una subida de tipos por parte del BCE. Los test de estrés que se desarrollarán en otoño de este año constituirán la próxima referencia para evaluar los efectos de este cambio de las condiciones monetarias de la eurozona.