

## Carta de la Redacción

La trayectoria seguida por la economía española desde el comienzo de siglo permite dibujar tres etapas bien definidas: una primera de carácter expansivo, que se inicia ya a mediados de los años noventa y que alcanza hasta 2007; una segunda marcada por el impacto de la Gran Recesión, desde 2008 hasta 2013; y una tercera, de recuperación, que tiene en 2014 su punto de partida y que se prolonga hasta la actualidad. El análisis macro revela cómo se han comportado las principales magnitudes que configuran el ciclo económico: la producción, la demanda interna, el sector exterior, el empleo, los precios, el sector público y la financiación de la economía. Dicho análisis nos ha permitido conocer, entre otras cosas, el modelo de crecimiento existente antes y después de la crisis, los determinantes de la competitividad de la economía española, los cambios en la composición de la estructura productiva o las interrelaciones entre el sector real y el sector financiero. Sin embargo, los agregados macroeconómicos, contemplados desde el lado de la oferta, no son sino el resultado de las múltiples decisiones de cientos de miles de empresas en aspectos como la inversión en activos fijos, la contratación o despido de trabajadores, el endeudamiento, la búsqueda de mercados exteriores o, en el peor de los casos, el cierre de la actividad. En último término, las referencias macro a la productividad, costes laborales unitarios, tasa de endeudamiento privado o competitividad de la economía derivan de la agregación de dichas variables en el universo de las empresas españolas. Por eso es importante complementar la perspectiva macroeconómica con un análisis micro a partir de la información contable de las propias empresas. La conversión de las cifras presentes en los balances y cuentas anuales de las empresas, en magni-

tudes equivalentes a las utilizadas en el análisis macro, permite relacionar ambos enfoques, extrayendo conclusiones relevantes tanto para los gestores empresariales como para los responsables de la política económica.

El artículo de JORGE ROSELL MARTÍNEZ que abre el presente número de *Cuadernos de Información Económica* adopta precisamente esta metodología y ofrece un examen pormenorizado de la coyuntura económica de los últimos veinte años con datos provenientes de la Central de Balances del Banco de España. En los años de la expansión, la disminución de los costes de capital, unida a la disponibilidad de mano de obra, dio lugar a un modelo de crecimiento que se basaba principalmente en la incorporación de capital y trabajo a costes decrecientes en el tiempo, financiándose también a costes financieros decrecientes. Todo ello permitía –aunque con una visión de corto plazo– alcanzar unos buenos resultados económicos sin necesidad de arriesgar en inversiones en capital tecnológico o en capital humano. La caída de la actividad productiva y la destrucción de empleo durante la Gran Recesión ofrecen una imagen de reducción de la productividad –parcial y total de los factores– que contrasta con los análisis macroeconómicos y que dan lugar a unos resultados muy negativos en términos económicos. Finalmente, a partir de 2014 se observa un descenso del endeudamiento empresarial, una recuperación de la senda de crecimiento y una mejora de resultados, aunque todavía modesta. A destacar también el renovado protagonismo de la industria manufacturera, que va recuperando con rapidez los niveles de eficiencia y costes unitarios previos a la entrada de España en el euro.

Precisamente, uno de los cambios experimentados por la economía española a partir de 2009, entrados ya de lleno en la etapa de crisis, es el que conforman el fuerte crecimiento de las exportaciones, el saldo positivo de la balanza comercial y el aumento del número de empresas exportadoras, y de la ampliación de la cartera de productos y mercados. El artículo de JUAN DE LUCIO, RAÚL MÍNGUEZ, ASIER MINONDO y FRANCISCO REQUENA se pregunta si, a la luz de todos estos datos sobre el sector exterior de la economía española, puede hablarse de un milagro exportador. Sin embargo, si se atiende a la variable más simple, el ritmo de crecimiento de las exportaciones, los registros obtenidos son similares a los de la etapa anterior a la crisis, y comparable a los países de la UE-15. Por ello, concluyen que puede ser exagerado hablar de milagro exportador. Ahora bien, existen elementos muy destacables que sí permiten calificar de muy bueno el desempeño exportador de las empresas españolas, como el aumento de la tasa de apertura, el equilibrio de la balanza comercial, el crecimiento del número de exportadores regulares y el esfuerzo de las empresas que ya exportaban en ampliar su gama de productos y mercados. Si todo esto se consolida, la economía española podrá sustentar una parte importante de su crecimiento en la capacidad de sus empresas para competir en los mercados internacionales.

Si bien el sector exterior ha sido una palanca fundamental en el sostenimiento de la actividad económica durante la crisis y en el crecimiento posterior durante la recuperación, el sector público presenta en su balance de actuación un déficit estructural difícil de dominar y un nivel de deuda pública que constituye un riesgo potencial de desestabilización del conjunto de la economía. En estas condiciones, la coyuntura presupuestaria, naturalmente vinculada al escenario político, se presenta con una dosis extraordinaria de complejidad y llena de incertidumbres. El artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS examina las vicisitudes del incumplimiento del objetivo de déficit fijado para 2018 y las alternativas que pueden contemplarse en los planes presupuestarios para 2019. Probablemente, el principal cambio en la estrategia presupuestaria del nuevo gobierno provenga del mayor protagonismo otorgado al aumento de los ingresos públicos en la senda de reducción del déficit —muy similar a la del anterior gobierno, una vez incorporada la elevación del listón en medio punto para este año—, frente al mayor acento que hasta ahora se ponía en la

reducción del peso del gasto sobre el PIB. En todo caso, la tarea es ardua desde el punto de vista político, dadas las dificultades para alcanzar una mayoría parlamentaria que permita aprobar el límite de gasto no financiero, los nuevos objetivos de déficit y deuda, y los Presupuestos de 2019.

La crisis financiera española fue en buena medida el resultado de un nivel de endeudamiento privado que situó a nuestro país a la cabeza de las economías más endeudadas del mundo. La fuerte expansión del crédito bancario, facilitada por los bajos tipos de interés de la eurozona, se convertiría, tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, en una fuente interminable de problemas para el sector financiero, que han sido sobradamente tratados en esta publicación. Quizá por ello, el seguimiento de cada una de las partidas de los balances bancarios se realiza ahora con minuciosidad y precisión, tratando de adelantarse a cualquier atisbo de problemas que pudiera debilitar la solvencia de las entidades. En los últimos trimestres, ha despertado la atención de analistas y reguladores el elevado ritmo de crecimiento del crédito al consumo de los hogares españoles. El artículo de JOAQUÍN MAUDOS proporciona evidencia comparada con la eurozona sobre el peso de este tipo de crédito en el conjunto de la financiación de las familias (solo el 12%, similar a Alemania e inferior a Francia), la tasa de morosidad (descendente desde 2013 y situada ahora en el 3,4%), así como de los factores de demanda que explican este tipo de crédito. Por otra parte, aunque el margen aplicado por la banca española es algo superior al de la banca europea, ello se explica en parte por la mayor prima de riesgo y por el mayor nivel de endeudamiento de los hogares españoles. A la luz de todos estos indicadores, no parece por tanto preocupante el crecimiento experimentado hasta ahora por el crédito al consumo, que en buena medida ha estado vinculado al aumento de la demanda de bienes de consumo duradero tras el estancamiento de la misma durante los años de la crisis.

Mayor grado de preocupación se deriva del nexo “bancos-deuda soberana”, cuyo tratamiento fue iniciado en el anterior número de esta revista, desde la perspectiva del sector público. Ahora corresponde hacerlo desde la perspectiva bancaria, y ese es el objeto del trabajo de ÁNGEL BERGES, ALFONSO PELAYO y FERNANDO ROJAS. En todo caso, la recuperación de la demanda

de crédito y el descenso de los tipos de interés de la deuda pública en los tramos más largos, han dado lugar a un intenso proceso de reducciones en la tenencia de deuda pública por parte de los bancos durante los últimos años. Mención aparte merece el debate sobre el posible tratamiento regulatorio dado a las exposiciones soberanas de los bancos. Aunque el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea concluye que no se ha alcanzado un consenso al respecto y que, por tanto, no procede iniciar un proceso formal de modificaciones del marco actual, se han barajado distintas alternativas que podrían dar lugar a exigencias adicionales de capital. En este contexto, los autores concluyen que propuestas como las cargas de capital o los límites cuantitativos a las tenencias de deuda pública tendrían un impacto reducido sobre las entidades españolas, por la reducción anteriormente señalada.

La reacción del mercado de valores español a la divulgación, por parte del gobierno, de la información económica y fiscal contenida en los Programas de Estabilidad es objeto de atención en el artículo de ANDREA BAFUNDI, CLAUDIO COLUMBANO y NIEVES CARRERA. Las perspectivas que dibujan los Programas de Estabilidad pueden afectar el comportamiento de los inversores y reflejarse así en los precios de las acciones, el volumen negociado y la volatilidad de los rendimientos. Los resultados del trabajo muestran que, aun manteniendo ciertas cautelas necesarias en este tipo de análisis, los Programas de Estabilidad sí poseen contenido informativo. Los días en torno a su divulgación se observan movimientos anormales en el mercado, con resultados generalmente negativos en las cotizaciones –lo que concuerda con posibles “malas noticias”–, y un aumento del volumen negociado y de la volatilidad de los rendimientos. En todo caso, la respuesta es asimétrica por parte de los participantes en el mercado, de modo que puede decirse que la información de los programas presentados por las autoridades españolas no reduce la incertidumbre existente.

El artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ, con el que se cierra la sección de Economía y Finanzas Españolas, analiza la capacidad potencial de un impuesto sobre las bebidas azucaradas para reducir el consumo de este tipo de productos en España. La preocupación surge por el elevado porcentaje de población

afectado por problemas de sobrepeso y obesidad, con demostrados efectos perjudiciales para la salud y de consecuencias económicas también muy negativas para los sistemas sanitarios. Aunque una decena de países de la Unión Europea han implantado ya este impuesto, en España solo se ha adoptado en Cataluña. Desde un punto de vista económico, interesa contrastar si el aumento del precio de venta daría lugar a una reducción del consumo de este tipo de bebidas, con un determinado valor de la elasticidad precio. El análisis realizado por los autores termina computando una elasticidad precio de  $-1,12$ , lo que indica que, al margen de los efectos sustitución, un impuesto sobre las bebidas azucaradas en España resultaría potencialmente eficaz para reducir la ingesta de azúcar.

El sector de la vivienda ha estado, en países como España, Irlanda o Reino Unido, en el epicentro de la crisis económica y financiera. También por ello, existe una especial sensibilidad a la trayectoria del sector y a cualquier síntoma que pudiera advertir de la formación de una posible nueva burbuja. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ realiza un examen de las tendencias de los precios de la vivienda en Europa, para contextualizar la situación del mercado en la economía española. Si bien no es posible anticipar aún cuál es la tendencia a medio plazo, sí se observa una recuperación de los precios, con picos y valles, en los que predominan los primeros, pero con un comportamiento irregular. España se sitúa en una posición intermedia con un crecimiento moderado aunque ligeramente superior a la media de la eurozona, lo que se corresponde con una recuperación progresiva del sector, que se manifiesta también en la aparición de tasas de crecimiento positivas en la compraventa de vivienda a partir de 2014. Los problemas más acuciantes parecen situarse en el momento actual no tanto en el mercado de la vivienda en propiedad, sino en el de alquiler. El repunte de precios en este mercado ha dado lugar a un intenso debate sobre sus causas y al papel desempeñado, desde perspectivas diferentes, por las socimis y por los arrendamientos turísticos *online*, especialmente en las grandes ciudades. A estas alturas, sin embargo, resulta difícil discernir el impacto de los alojamientos turísticos en los precios de alquiler, y medidas como el control de rentas arrojan resultados desiguales en los países y momentos en que fueron aplicados.