

Carta de la Redacción

El dinamismo del mercado laboral español es una de las buenas noticias asociadas a la recuperación económica. Desde el primer trimestre de 2014 el empleo ha crecido en términos absolutos por encima de las otras tres grandes economías de la eurozona. Sin embargo, todavía no se han recuperado los niveles precrisis, ni en términos absolutos ni menos aún en relación con la tasa de ocupación. En el artículo que abre este número de *Cuadernos de Información Económica*, RAYMOND TORRES analiza los aspectos positivos y las debilidades del mercado de trabajo español, entre las que destaca la situación de los jóvenes, cuya baja tasa de participación se acompaña además de cifras elevadas de abandono escolar temprano y de altos niveles de temporalidad. También se destaca la influencia que ejerce el escaso avance de la productividad del trabajo sobre los incrementos salariales. Pero más allá de la situación actual, los desafíos estructurales tienen que ver, de forma predominante, con la divergencia entre comunidades autónomas y con el siempre pendiente problema de la temporalidad del empleo. A escala global, los desafíos se refieren a la digitalización de la economía, la automatización y el advenimiento de la inteligencia artificial, que conllevan importantes modificaciones en la manera de producir y crear empleo.

El sector exterior de la economía española parece mostrar signos de debilidad en la coyuntura del año 2018. La ralentización del crecimiento del PIB en los tres primeros trimestres del actual ejercicio se explica enteramente por la pérdida de dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios. Y las previsiones de consenso ya recogen un ligero deterioro del superávit de

la balanza por cuenta corriente, aunque todavía con cifras positivas en 2018 y 2019. La recuperación de la economía española tras la Gran Recesión ha sido compatible con una aportación positiva del sector exterior, que ha mantenido su vigor de forma hasta cierto punto sorprendente. Anteriores procesos de recuperación y expansión económica solían dar lugar a graves desequilibrios de las cuentas exteriores que, casi de forma irremediable, conducían a severos episodios de ajuste, bien por la vía del tipo de cambio cuando la peseta era la moneda oficial, bien por la vía de la devaluación interna como recientemente ha sucedido. La cuestión que ahora se plantea es, por tanto, hasta qué punto se ha producido un cambio estructural en el patrón de crecimiento de la economía española; es decir, si el superávit exterior de estos últimos años es compatible con tasas de crecimiento económico en el entorno del 2-3% o si, por el contrario, transcurrido un tiempo, volveremos a situaciones de déficit exterior.

El artículo de RAFAEL MYRO entra de lleno en esta disyuntiva, llevando a cabo un análisis de la dinámica de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios desde una perspectiva de largo plazo. El crecimiento de las exportaciones formaría parte de una tendencia alcista en la que se conjugan factores como una mayor sofisticación y una mejor calidad de los productos exportados, una buena combinación de viejos y nuevos mercados, un nutrido grupo de empresas líderes con elevada eficiencia, y una creciente incorporación a las cadenas globales de valor. A su juicio, las exportaciones españolas pueden seguir creciendo más que la demanda mundial, por la existencia de sectores industriales competitivos

que todavía están relativamente cerrados al exterior. En paralelo, la moderación de las importaciones, situándose en tasas similares al crecimiento del PIB, arrojarían finalmente un superávit sostenido en el tiempo, de modo que la debilidad actual podría considerarse como algo transitorio. Cabe advertir, no obstante, que existen riesgos, todos ellos a la baja, como el precio del petróleo, la limitada productividad de numerosas empresas industriales o la reorientación de la demanda hacia bienes más intensivos en importaciones, que podrían afectar negativamente a sus previsiones. Quizá por ello haya que esperar algunos trimestres para confirmar si se trata de un deterioro puntual del sector exterior o si existe un cambio de tendencia que nos conduce de nuevo a escenarios de crecimiento con déficit.

El trabajo anterior concluye señalando la importancia de consolidar el saldo favorable del sector exterior mediante políticas dirigidas a reforzar la inversión en intangibles, como la formación de los trabajadores, la innovación o la internacionalización. El siguiente artículo sobre el tema, de RAMON XIFRÉ, disecciona el papel desempeñado por los costes laborales unitarios (CLU) en las cuotas de exportación de manufacturas de las principales economías de la eurozona, entre ellas España, donde el comportamiento de los CLU ha sido más dispar antes y después de la última crisis económica. Tanto el análisis general como el sectorial sugieren que la competitividad coste no puede explicar completamente los resultados de exportación de las empresas manufactureras españolas. Los recortes en los costes de producción, y de forma singular en los salarios, tendrían por tanto un efecto limitado en el estímulo de las exportaciones. Y serían otros factores como la intensidad tecnológica, la innovación, o la inversión en capital humano, los que pueden ejercer una mayor influencia en el aumento de las exportaciones españolas.

Los resultados de las pruebas de esfuerzo realizadas a la banca europea son el objeto del artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, quienes tratan de identificar dónde se sitúan los riesgos y las diferencias entre países, para acotar así el alcance de las dudas sobre la banca europea. En términos generales, los test de estrés muestran una mejora en la resiliencia del sector bancario europeo, con dos excepciones:

Reino Unido e Italia. En el primer caso, y situándonos en el escenario adverso, tres entidades sufrirían caídas acumuladas hasta 2020 en su ratio CET1 *fully loaded*, quedando dos de ellas por debajo del umbral del 8%. En Italia, también algunas entidades quedarían por debajo del 8% del capital regulatorio mínimo, si bien el principal problema no es tanto el impacto del escenario adverso como su débil situación de partida. La mayor fuente de incertidumbre se sitúa en el impacto sobre la prima de riesgo de los conflictos sobre la disciplina presupuestaria entre el gobierno italiano y la Comisión Europea. En el caso de los bancos españoles examinados, los niveles de capital son holgados y los resultados apuntan a un reforzamiento de su solvencia y resiliencia, a pesar de que parten de una capitalización relativa algo menor que la media europea. En el escenario adverso la ratio CET 1 *fully loaded* quedaría en el 8,96%, por encima de los mínimos regulatorios y superando a otros países como Reino Unido.

Una de las consecuencias de los bajos tipos de interés sobre el sistema bancario ha sido la configuración de una estructura de recursos de clientes con un sesgo a favor de los que se gestionan fuera de balance (fondos de inversión) y de los depósitos a la vista. Aunque ello ha permitido a las entidades optimizar sus costes financieros, debido a la convergencia de los tipos a la vista y a plazo, la aportación de los depósitos al margen de intermediación ha sido prácticamente nula. Además, la estructura de depósitos se ha desequilibrado al hacer descansar la financiación de activos a medio y largo plazo en pasivos mayoritariamente exigibles a la vista. El artículo de ÁNGEL BERGES, FERNANDO ROJAS y FEDERICA TROIANO plantea cuáles podrían ser las consecuencias de una normalización de la política monetaria del BCE sobre la composición de los depósitos de la banca. El análisis realizado muestra la sensibilidad de los depósitos respecto a los tipos de interés y revela una traslación de fondos hacia el plazo que, no obstante, será muy sensible a la gestión que las entidades realicen de sus recursos de clientes, pero que dará lugar a un incremento del coste del pasivo.

La eficacia recaudatoria de los tipos marginales es un asunto de la mayor importancia en el diseño de los impuestos sobre la renta personal. Sin embargo, la arquitectura de un impuesto como el IRPF puede generar cuotas íntegras muy diferentes, aun con los mismos

tipos marginales, pues la clave está en el efecto final que estos tienen sobre los tipos medios. JOSÉ FÉLIX SANZ SANZ y DESIDERIO ROMERO JORDÁN realizan un ejercicio de análisis de la equivalencia recaudatoria de los tipos marginales del IRPF sobre la recaudación. Como era de esperar, la recaudación sería la misma con aumentos muy pequeños del tipo marginal del primer tramo de la tarifa y con aumentos mucho mayores del tipo marginal del tramo superior, especialmente en el caso de tomar en consideración el efecto comportamiento de los contribuyentes. Sus cálculos se extienden a los efectos de los mínimos personales y familiares, destacando las diferencias entre dos sistemas que han venido siendo aplicados en España: el actual, de deducción en la cuota, y el anterior a 2007, de reducción de la base imponible. En la situación actual, el coste recaudatorio de los mínimos es muy inferior, puesto que las cargas personales y familiares reducen la cuota según el tipo marginal del primer tramo, mientras que en el anterior sistema la reducción se distribuía de forma más homogénea a lo largo de todos los tipos marginales de la tarifa.

La sección de Economía y Finanzas Españolas concluye con un trabajo de JOSÉ MARÍA SERRANO SANZ a propósito del 150 aniversario de la creación de la peseta como moneda oficial española. En relación con el valor interno, podría parecer que la peseta no fue una moneda muy competente, habida cuenta que una peseta de 1868 –momento de su creación– tenía un poder adquisitivo igual al de 455,7 pesetas de 1999, cuando finalizó su existencia. Sin embargo, esta pérdida de valor, debida a la inflación, se centra en la segunda mitad del siglo XX, como sucedió en la mayoría de las economías occidentales. En cuanto a su valor externo,

su comparativa con monedas de países cercanos como Italia o Francia no queda en mal lugar. Si en 1868 con una peseta se compraba un franco y una lira, en 1999, de acuerdo con los tipos de conversión irrevocables del euro, una peseta compraba 11,6 liras y 3,9 francos de los de 1868, pues en 1958 se multiplicó por cien su valor nominal al crear el franco nuevo. A lo largo de su historia la peseta fue también un mecanismo eficiente de ajuste de la economía española cuando se produjeron desequilibrios externos, muy diferente de los ajustes que la presencia de España en el euro ha exigido en términos de devaluación interna.

La sección de Economía Internacional incluye un artículo de DANIEL MANZANO en el que se describe la situación de sector de seguros en el mundo. Aunque los países avanzados todavía representan el 80% del total de primas emitidas y su ratio de penetración (Primas/PIB) es más del doble que en los países emergentes, se advierte en estos últimos un dinamismo mucho mayor, con un claro liderazgo de China, frente al estancamiento de las primas en las economías avanzadas (tan solo un 0,3% de crecimiento real en el último decenio). En Europa occidental la tasa de penetración presenta una elevada dispersión, con países como Finlandia, Dinamarca, Reino Unido y Holanda, en el entorno del 10% y otros como España que no alcanza el 5,5%. Las diferencias de renta per cápita son un factor explicativo importante, pero en un horizonte de medio plazo crecimiento potencial del mercado es superior en España que en la media europea, sobre todo para el segmento de vida, asociado al aumento del ahorro previsional ante las posibles dificultades del sistema público de pensiones para mantener las actuales tasas de sustitución.