

Carta de la Redacción

Los tres primeros artículos de la sección de Economía y Finanzas Españolas con los que se abre este número de *Cuadernos de Información Económica* atienden a otros tantos debates que con diferente intensidad han prendido con fuerza en la sociedad española: el mercado de alquiler de viviendas, la desigualdad de rentas y la financiación autonómica. En el primero de ellos, JOSÉ GARCÍA MONTALVO analiza la situación actual y los retos más importantes del mercado del alquiler en España. El rápido crecimiento del precio de los alquileres de vivienda en algunas grandes ciudades españolas ha provocado una cierta alarma ante la posible existencia de una burbuja, hasta el punto de la aprobación de un Real Decreto Ley de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler, que regula aspectos como la duración de los contratos, incrementos de rentas y garantías. Uno de los problemas a los que se enfrenta cualquier análisis del mercado de alquiler es la fragilidad de los datos y la falta de una estadística de referencia, de modo que la información con la que se cuenta es de muy limitada calidad. En todo caso, los indicadores disponibles sí parecen avalar la existencia de una subida de precios en algunas grandes ciudades. El artículo examina las posibles causas y trata de situar en su justa medida factores como el papel de los grandes tenedores de viviendas, los apartamentos de uso turístico, las plataformas de contratación o la demografía. El elemento más conflictivo del debate social es el que se refiere al establecimiento de un control de rentas. Y en este punto la evidencia empírica advierte con claridad sobre los impactos negativos de su implantación. La propuesta de movilización de suelo público a partir de iniciativas

público-privadas y la calificación pública de las viviendas construidas con subvenciones delimitan algunas fórmulas sobre las que podría articularse una política de incentivación de la oferta de vivienda en alquiler.

El interés académico y social por la desigualdad se ha revitalizado como consecuencia de los efectos de la última crisis económica sobre el nivel de vida de gran parte de la población de los países avanzados. España ha sido uno de los países donde la intensidad de la crisis ha dado lugar a un mayor aumento de la desigualdad, quebrándose así una tendencia de reducción que ya en los primeros años del nuevo siglo se había estabilizado. El artículo de EDUARDO BANDRÉS MOLINÉ pretende acotar el espacio de la desigualdad, para identificar así los factores que están detrás de su crecimiento más reciente. Por una parte, la renta de los percentiles superiores e inferiores comparada con la mediana de la distribución revela que el ensanchamiento de la dispersión se explica principalmente por la mayor distancia entre la renta mediana y las rentas bajas. Por otra, la caída de la renta disponible en términos reales y el consiguiente aumento de las tasas de pobreza se ha proyectado sobre la población en edad de trabajar, dejando prácticamente a salvo de las vicisitudes de la crisis al colectivo de pensionistas. En consecuencia, para aislar mejor el foco donde se concentran los problemas hay que remitirse a los deciles inferiores y a la población entre 18 y 65 años. El análisis realizado muestra que es en el espacio de la renta de mercado donde se genera el aumento de la desigualdad, a pesar de que el sistema de transferencias e impuestos ha intensificado su

esfuerzo redistributivo sobre ese colectivo poblacional. Es, por tanto, sobre el proceso de formación de rentas primarias donde debe actuarse de forma prioritaria: empleo, temporalidad, salarios. Las estimaciones de los organismos internacionales sitúan el desempleo y la intensidad laboral en el centro del problema de la desigualdad de ingresos. Lo que no es óbice para reconocer que también las políticas sociales deben afrontar una mayor atención a los hogares monoparentales y de jóvenes con hijos dependientes ubicados en los deciles inferiores de la distribución.

El casi permanente debate sobre la reforma de la financiación autonómica parece haberse desactivado en los últimos meses en un contexto de mejora muy notable de las cifras del sistema al amparo de la recuperación económica. De hecho, las comunidades que con mayor insistencia venían demandando una reforma del actual sistema son las que han obtenido un mayor rendimiento en los dos últimos años. El artículo de SUSANA BORRAZ revela cómo el buen comportamiento de los recursos tributarios ha permitido acelerar el crecimiento de las liquidaciones en 2015 y 2016, correspondientes a dos años atrás, debido al diferencial entre las entregas a cuenta y el dinamismo real de la economía. No obstante, el aplazamiento de la reforma tiene el riesgo de que esta se plantee posteriormente en un escenario económico menos favorable y donde resulte aún más complejo estimar la dinámica de comportamiento del nuevo sistema.

Entrando ya en el análisis macroeconómico, las recientes revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento de la eurozona, realizadas por la OCDE y el Banco Central Europeo (BCE), situando en el 1% y en el 1,1% respectivamente la tasa esperada para el año 2019, abren nuevos interrogantes sobre el alcance e intensidad del proceso de ralentización económica en Europa. Factores como la contracción del crecimiento en China, un *brexít* sin acuerdo, las disrupciones derivadas de las guerras comerciales o un precio del petróleo en la parte alta del rango de previsiones, configuran un deterioro de las condiciones económicas internacionales que terminaría impactando también sobre la evolución de la economía española. Aunque el escenario central contempla ya una reducción de la tasa de crecimiento del PIB nacional hasta el 2,1% en 2019, en línea con un entorno mundial en desaceleración, el artículo de

RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ propone una evaluación del comportamiento de la economía española ante situaciones más desfavorables del contexto internacional y de las condiciones financieras. Se dibujan así dos escenarios adversos —de riesgo y de riesgo incrementado— caracterizado el primero por un *shock* comercial y el segundo por un *shock* financiero adicional al anterior, con un rango de probabilidades que se sitúan entre el 20 y el 25% en el primero, y en un máximo del 5% en el segundo. El objetivo del trabajo es analizar la capacidad de resistencia de la economía española ante un empeoramiento de las condiciones inicialmente previstas. En el primero de los casos, la caída en unas décimas de la tasa de crecimiento del PIB situaría la tasa de paro en el 12,5% en 2021, casi un punto porcentual por encima del escenario central, el saldo de la balanza por cuenta corriente se volvería deficitario y el déficit de las cuentas públicas repuntaría hasta el 2,6% del PIB. En el segundo, y muy improbable, escenario, la economía entraría en recesión por el desplome de la demanda interna y el déficit público se incrementaría hasta rozar el 5% del PIB en 2021. En el bienio 2019-2021 se perderían 215.000 empleos netos, de los cuales solo dos terceras partes se recuperarían en 2021. En todo caso, incluso bajo estos supuestos altamente adversos, la economía española tendría un comportamiento menos negativo que en los años centrales de la Gran Recesión; porque no estaríamos ante una burbuja inmobiliaria y porque la posición financiera de empresas y familias es ahora más favorable. Pero tres debilidades podrían ensombrecer el horizonte ante una hipótesis de situación recesiva: el estrecho margen de maniobra de la política fiscal por el elevado nivel de deuda pública, el carácter marcadamente procíclico del mercado laboral y la elevada dependencia de la economía española con respecto al petróleo, que condiciona fuertemente el saldo de la balanza de pagos.

Precisamente el sector exterior, y más concretamente las exportaciones de bienes, son el objeto de análisis en el artículo de MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ. Por primera vez en todo el periodo posterior al inicio de la última crisis económica, las exportaciones españolas de bienes han crecido en 2018 por debajo del comercio mundial, sin que los factores que generalmente forman parte de la función convencional de exportaciones expliquen en su totalidad este mal resultado. Ni la desaceleración de los principales destinos geográficos, ni la trayectoria del

tipo de cambio del euro, ni la evolución de la competitividad precio son argumentos suficientes para justificar esta caída en la tasa de crecimiento en términos reales: del 4,7% al 1,8% según la Contabilidad Nacional, y del 7% al 0,2% según Aduanas. Aunque todavía no es posible establecer un diagnóstico preciso que permita discernir si el mal resultado de las exportaciones en 2018 es un hecho puntual o es el inicio de una etapa de menor dinamismo, conviene prestar atención a la evolución de un sector que ha desempeñado un papel tan importante en la salida de la crisis.

Entre los potenciales riesgos sistémicos de los sistemas financieros, las autoridades supervisoras están prestando una creciente atención a las interrelaciones entre los diferentes subsectores: bancos, seguros, fondos de inversión y fondos de pensiones. Preocupan, en tal sentido, las coincidencias en las tenencias de valores en sus carteras de inversión, pues en el hipotético caso de una brusca caída en el valor de mercado de esos activos, podría producirse una amplificación de los riesgos que afectaría a la respuesta de los inversores. El artículo de ÁNGEL BERGES Y FERNANDO ROJAS realiza un análisis comparativo de la importancia relativa de esas carteras en España y en la eurozona. En el caso español destacan los bancos como los principales tenedores de carteras de valores, con un volumen agregado que supera al de todos los demás subsectores juntos, en claro contraste con la eurozona, donde los fondos de inversión son los que detentan la mayor cartera de valores. No obstante, la reducción de la deuda pública en los balances bancarios ha recortado la distancia de los bancos con respecto a los fondos de inversión, que han registrado un fuerte incremento en su patrimonio gestionado. Este desplazamiento hacia los fondos de inversión sitúa el riesgo sistémico en una posición diferente, puesto que no se refiere tanto a impactos sobre la solvencia del conjunto del sistema como a los efectos de la respuesta de los inversores ante cambios bruscos del mercado.

La rentabilidad sigue siendo una de las principales asignaturas pendientes de la banca europea, en claro

contraste con la banca de Estados Unidos. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE, TIMOTHY COBAU y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ analiza los factores que están detrás de estas diferencias, y que tienen que ver con la política monetaria, la regulación, los ejercicios de transparencia, la dimensión y la forma en que se ha resuelto, a uno y otro lado del Atlántico, la crisis financiera. Más allá de los elementos competitivos y de mercado que afectan a la rentabilidad de las entidades, dos problemas destacan a efectos comparativos. El primero, la limitada capacidad de acción y de recursos del esquema de protección que sostiene la unión bancaria en Europa, lo que impide aislar y acotar problemas como por ejemplo los de la banca italiana. El segundo, el distinto ambiente financiero en Europa y Estados Unidos, condicionado por la política monetaria, aunque en este caso, y a pesar de las subidas de tipos de interés, las entidades norteamericanas no han conseguido elevar su margen de intereses por encima del 3,5%, superior en todo caso al promedio europeo, que se mantiene por debajo del 1%.

La sección de Economía Internacional se cierra con un artículo de ERIK JONES sobre la problemática asociada a la interpretación de las indicaciones prospectivas (*forward guidance*) del Banco Central Europeo (BCE) ante la ambigüedad con la que se define el objetivo de estabilidad de precios. La tesis del autor es que si la *forward guidance* funcionase eficientemente, el BCE y los mercados deberían apuntar en la misma dirección, lo que no siempre sucede, precisamente por la ambigüedad señalada. La estrategia de comunicación debería ayudar a clarificar la evaluación que hace el Consejo de Gobierno de las condiciones de cada momento, y saber cuál será su reacción ante los acontecimientos subyacentes. El BCE habría afrontado estos problemas promoviendo la integración de los mercados financieros dentro de la eurozona y elaborando una narrativa que explique cómo los precios pueden mantenerse estables para el conjunto pese a las diferencias de inflación de un país a otro. Y todo ello con objeto de mejorar la efectividad de la política monetaria, tanto a nivel de percepciones como de realidad.