

Carta de la Redacción

La normalización de la política monetaria de la eurozona tendrá que esperar. Los signos de desaceleración de la economía internacional en el primer trimestre de 2019 han retrasado la previsible subida de los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo (BCE) al menos hasta el año 2020, al tiempo que se mantienen dos de los instrumentos de la expansión cuantitativa: la reinversión del principal de los valores del programa de compra de activos que vayan venciendo y la apertura de una nueva ronda de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III) a partir del mes de septiembre. Aunque las justificaciones de orden macroeconómico resultan prioritarias al definir los objetivos y las medidas de política monetaria, lo cierto es que la naturaleza ultraexpansiva de la misma tiene efectos colaterales sobre los mercados y las instituciones financieras. Diversas apreciaciones sugieren que la actividad de intermediación bancaria puede estar siendo afectada negativamente por las tendencias relativas a la liquidez y tipos de interés en la eurozona. Los márgenes bancarios se encuentran estancados durante los últimos diez años y, al menos en parte, ello tiene que ver con la anomalía de la política monetaria y con el nivel actual de los tipos de interés oficiales. En el artículo que abre este número de *Cuadernos de Información Económica*, SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ llevan a cabo una revisión de la conexión entre la política monetaria del BCE y la rentabilidad de la banca europea. Entre las medidas que podrían implementarse en un contexto de normalización progresiva de las condiciones monetarias está la posible adopción de un sistema de remuneración por tramos en la facilidad de depósito,

que actualmente penaliza las reservas de los bancos de la eurozona con un tipo del -0,40%. Se estima que, por este concepto, la banca europea está pagando unos 7.500 millones de euros en concepto de intereses.

En la banca española, la caída del volumen de negocio y el consiguiente efecto de arrastre sobre la productividad ha dado lugar a un intenso proceso de ajuste de capacidad que, por el momento, aún no puede darse por concluido. La reducción del número de oficinas y de empleados está asociada con objetivos de mejora de la eficiencia –en un contexto de dificultades para la generación de margen– y de readecuación del modelo de distribución ante la transformación digital de la actividad financiera. El artículo de ÁNGEL BERGES, FEDERICA TROIANO y FERNANDO ROJAS revela cómo a pesar de los ajustes de capacidad, el margen de negocio por empleado y por oficina apenas ha mejorado, debido a la fuerte caída del margen de intermediación, muy vinculado a las condiciones del entorno monetario. El aumento de los costes laborales unitarios (a pesar de la reducción de plantillas), derivado en parte del impacto de los expedientes de regulación de empleo, y el mayor coste total medio por oficina (asociado a un nuevo modelo de negocio con mayor peso de la tecnología), ayudan a explicar el deterioro de la eficiencia en la banca europea.

Existe un amplio consenso al considerar que la deuda pública constituye uno de los factores de mayor vulnerabilidad de la economía española. La ratio deuda/PIB se situó a finales de 2018 en un 97%, y una cifra tan elevada es un riesgo ante escenarios de descenso

de las tasas de crecimiento, subidas de tipos de interés y tormentas financieras. En el pasado, la crisis de la deuda soberana de las denominadas economías “periféricas” de la eurozona dio lugar a un fuerte aumento de la prima de riesgo y a una fuerte reducción de la tenencia de deuda pública por parte de los inversores extranjeros. Fue entonces la banca doméstica la que asumió el rol de principal financiador del Tesoro español, a costa de alimentar la contaminación entre el riesgo soberano y el bancario. El artículo de JOSÉ MANUEL AMOR y DAVID DEL VAL examina la evolución de las tenencias de deuda pública española y revela cómo gracias a la política de compra de activos del BCE, la banca doméstica ha dejado de ser el principal financiador de la deuda pública española, siendo ahora el eurosistema el que ostenta esa posición de liderazgo. Pero también es cierto que el buen desempeño de la economía española en los últimos años y las subidas de la calificación crediticia han favorecido de nuevo la entrada de inversores extranjeros, aportando estabilidad y tipos de financiación más reducidos. El aumento de exposición de los tenedores extranjeros permite contar así con una base inversora más sólida y diversificada, lo que puede interpretarse como una señal de confianza muy favorable.

Entre los rasgos más destacados de la evolución reciente de la economía española llama la atención la caída de la tasa de ahorro de los hogares, lo que les ha situado en una posición de déficit financiero –desde 2017– tras ocho años seguidos con capacidad de financiación. Habida cuenta que las administraciones públicas llevan años en situación de ahorro negativo, todo el peso del superávit exterior de la economía española, necesario para seguir reduciendo nuestra deuda externa, recae únicamente sobre las empresas. Como señala MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, puesto que las empresas son las que realizan el grueso de la inversión productiva, lo deseable sería que destinasen a ello la mayor cantidad de recursos posible y que el resto de sectores generasen el excedente necesario para su financiación. Si bien es cierto que la recuperación del consumo privado ha sido una palanca fundamental para impulsar el crecimiento en los últimos años, cabe pensar que el ajuste del nivel de gasto que tendrían que afrontar los hogares en un escenario de caída de la actividad económica sería más intenso, lo que representa un factor de vulnerabilidad que debe ser vigilado.

El ahorro negativo de las administraciones públicas termina derivando en un déficit público que, acumulado con el curso de los años, ha aumentado la deuda pública hasta situarla en el 97% del PIB a finales de 2018. El artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS destaca el lento e insuficiente avance en la corrección del déficit público en España y el peligroso estancamiento del déficit estructural en cifras en torno al 3% del PIB. El análisis comparativo con los países de la Unión Europea pone de manifiesto que el problema principal que debe afrontarse tiene más que ver con el nivel impositivo que con el tamaño del gasto, aunque también debería revisarse la eficacia y calidad de numerosas partidas de gasto en los distintos niveles de gobierno. De nuevo, la comparativa con Europa desvela que España está por debajo de la media en tributación sobre el consumo, así como en IRPF y sociedades. Y en los tres casos no por la existencia de tipos superiores, sino por la presencia generalizada de gastos fiscales, así como por un nivel de fraude más elevado.

Más allá del tamaño relativo de los impuestos, su diseño tiene consecuencias sobre las decisiones de los agentes económicos. Atendiendo al papel fundamental que se otorga a la productividad total de los factores en el crecimiento económico, DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ examinan, con un enfoque microeconómico, las relaciones entre tamaño empresarial y productividad, vinculando a su vez a esta con la fiscalidad sobre los beneficios de las empresas. Como era de esperar, la cuña fiscal del impuesto de sociedades afecta negativamente a la inversión y la asunción de riesgos. Pero el problema está en saber los efectos del impuesto según el tamaño de las empresas por sus relaciones con la productividad. Los resultados muestran que la penalización del impuesto sobre el crecimiento de la productividad total de los factores es más intensa en las empresas que operan en sectores más rentables, y en términos relativos también es más intensa en las empresas pequeñas, debido a sus menores niveles de intensidad tecnológica y productividad.

La sección de Economía y Finanzas Españolas se cierra con un artículo de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ donde se muestran las recientes previsiones de Funcas para la economía española en el horizonte 2019-2021. El primer trimestre de 2019 ha sido ligeramente mejor de lo esperado hace unos meses, gracias principalmente a la inversión en bienes de equipo. Las

previsiones para el conjunto del año apuntan hacia una suave desaceleración que daría lugar a una tasa interanual de crecimiento del 2,2%. El menor crecimiento refleja una pérdida de ritmo de todos los componentes de la demanda interna y una aportación del sector exterior que continuará siendo negativa. Las mismas tendencias se prolongarán durante 2020 y 2021, con un crecimiento previsto del 1,8% anual. De este modo, se crearían unos 930.000 empleos durante el próximo trienio y la tasa de paro se situaría en el 11,4% en 2021. En cambio, la ralentización del crecimiento frenaría la reducción del déficit público, que se colocaría en el 2,3% del PIB en 2019 y apenas descendería en los ejercicios siguientes.

Finalmente, la sección de Economía Internacional incluye un artículo de MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS, ANA GÓMEZ-LOSCOS y EDUARDO BANDRÉS, sobre ciclos económicos y *clusters* regionales en Europa. El trabajo pone de relieve la asimetría en la trayectoria cíclica de las regiones europeas, estableciendo un marco de referencia que agrupa las regiones en cinco *clusters* de acuerdo

con su grado de sincronización. La creación del euro resultó decisiva para aumentar la similitud de los ciclos económicos regionales y la generalización de la crisis asociada a la Gran Recesión aproximó todavía más su trayectoria macroeconómica. El grupo central (60% del PIB) estaría formado por la práctica totalidad de las regiones de Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Dinamarca, Noruega y Luxemburgo, así como buena parte de Irlanda y Suecia. En paralelo, los otros cuatro grupos (que sumarían el 40% restante del PIB) son buena muestra de que persisten singularidades muy significativas. Las regiones alemanas siguen un curso que se separa del núcleo principal de la eurozona, las británicas (fuera del euro y aún sin definir los términos de su salida de la UE) caminan también en su propia dirección y, finalmente, países como Grecia, Portugal y en parte Italia se separan de la trayectoria mayoritaria de la UE. Los autores concluyen que, a la vista de dichas asimetrías, cabe plantear la necesidad de complementar las políticas macroeconómicas comunes con medidas específicas que atiendan las singularidades cíclicas de cada territorio.