

Carta de la Redacción

Según las previsiones del Banco Central Europeo (BCE), la economía de la eurozona crecerá en 2019 un 1,2%. Entre los factores que suelen señalarse para explicar esta ralentización del crecimiento, los de carácter externo ocupan un lugar predominante. Un área económica que, en el último decenio, ha cimentado las bases de su crecimiento sobre el sector exterior tiene que verse afectada forzosamente por las tensiones proteccionistas, la desaceleración de la segunda economía del mundo, las turbulencias de las economías emergentes o el interminable proceso del *brexit*. Sin embargo, el espectacular aumento del saldo de la balanza corriente de la eurozona es también reflejo de la debilidad de su demanda interna. El artículo de RAYMOND TORRES, con el que se abre este número de *Cuadernos de Información Económica*, analiza la otra cara del éxito exportador de la eurozona: la existencia de un estancamiento de la inversión interna que provoca una salida del ahorro generado hacia la adquisición de activos exteriores, principalmente financieros. Sería la falta de oportunidades y proyectos de inversión en Europa la que estaría tras esta incapacidad de la eurozona para movilizar su ahorro hacia inversiones en la economía real. Y no porque la tasa de rentabilidad de los activos exteriores sea mayor que la de la inversión interna. Entre los factores que pueden explicar esta pauta descendente de la demanda, el artículo se centra en el papel de las políticas macroeconómicas, destacando las limitaciones de la política fiscal y el agotamiento de la ultraexpansiva política monetaria del BCE. Las soluciones deberían venir a través de las reformas de la arquitectura institucional de la eurozona,

que permitiesen un replanteamiento de las políticas macroeconómicas.

Precisamente, las tendencias proteccionistas, cuyo impacto sobre el comercio mundial será muy considerable en 2019, son probablemente el reflejo de la batalla por la supremacía tecnológica, que se está librando entre Estados Unidos y China. Pero las consecuencias de este neoproteccionismo comercial y tecnológico se trasladan también al sector financiero. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ examina los modelos de interrelación actuales entre el desarrollo de las nuevas tecnologías (5G, *apps* financieras, *superapps*, monedas digitales, etc.) y las actividades financieras. La presencia global de nuevos jugadores, como las *BigTech* norteamericanas y asiáticas, puede suponer un cambio radical en la oferta de servicios financieros, con severas implicaciones sobre la protección de datos personales y de comportamiento de los clientes. Surge así, también en este punto, la necesidad de una regulación que equilibre el modo en que las *BigTech* pueden acceder a los mercados financieros, de manera que sus potenciales ventajas en términos de competencia o inclusión financiera no pongan en riesgo la protección de los clientes y la estabilidad financiera.

Este número de *Cuadernos de Información Económica* incluye dos artículos que ponen en tela de juicio las tesis sobre el elevado grado de bancarización de la economía española frente a la europea, por una parte, y de esta frente a la economía norteamericana,

por otra. En términos comparativos, el sistema financiero de Europa continental suele catalogarse como orientado a la banca, frente al de Estados Unidos, que se caracterizaría por su mayor orientación a los mercados. El soporte de esta afirmación se basa en la comparación del peso de los activos bancarios y de la capitalización bursátil respecto al PIB. Sin embargo, como se explica en el artículo de ÁNGEL BERGES, ÁLVARO LÓPEZ y FERNANDO ROJAS, magnitudes como el margen de intermediación de la banca, el beneficio neto, el valor de mercado de los bancos o incluso el número de entidades, sitúan todas ellas a la economía norteamericana con un nivel de bancarización mayor que la economía europea. También en relación con los mercados de capitales, cabe cuestionar la pretendida superioridad del sistema financiero de EE.UU., que se apoya en el valor de mercado de los bonos corporativos y las acciones sujetos a cotización. Pero si se compara el flujo de financiación neta hacia las actividades productivas (emisiones menos amortizaciones y/o recompras), puede observarse que en la última década los mercados de capitales de la eurozona han aportado financiación empresarial neta, mientras que los de EE.UU., la han detruido. De modo que la excesiva orientación del sistema financiero europeo hacia la banca, en comparación con EE.UU., solo se sustenta en las magnitudes *stock*, pero no en los flujos financieros.

La caracterización de la economía española como una economía muy bancarizada, es decir, con un peso de la banca comparativamente más elevado que en la mayoría de los países europeos, también debe ser cuestionada a la luz de numerosos indicadores. El artículo de JOAQUÍN MAUDOS revela que la dependencia de la economía española respecto del crédito bancario apenas está tres puntos porcentuales del PIB por encima de la media europea y que, en el conjunto del sistema financiero, el peso del valor añadido de la banca en España supera solo en cuatro puntos al de la banca europea. Las distancias, por tanto, se han acortado notablemente tras el impacto de la crisis financiera, por el fuerte proceso de desapalancamiento del sector privado tras el acelerado crecimiento del crédito en los años previos a la crisis. Adicionalmente, la banca ha ido perdiendo peso en el conjunto del sistema financiero, en virtud del desarrollo de la desintermediación y de actividades auxiliares y de banca en la sombra. Pero además, la participación del sector bancario en la economía, en cuanto a su apor-

tación al valor añadido y al empleo, es menor en España que en la eurozona y que en las grandes economías de la UE con excepción de Alemania. En suma: aunque la importante presencia de pymes en el tejido empresarial español hace que este sea muy dependiente del crédito bancario, el peso de la banca en el total del sistema financiero español ha descendido de forma significativa, y su participación en el valor añadido bruto y el empleo de la economía es menor en España que en Europa.

La búsqueda de factores explicativos de la ralentización del crecimiento económico en Europa conduce a la valoración de los efectos que ha alcanzado la presencia del sector público en esas economías. El trabajo de EDUARDO BANDRÉS y MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS explora las relaciones de causalidad entre el tamaño del gasto público y las tasas de crecimiento. Aunque otros objetivos de la agenda política de los gobiernos como la cohesión social también deben tomarse en consideración al evaluar la actuación del sector público, el crecimiento constituye una referencia de primer orden para cualquier política económica. En conjunto, los resultados del artículo muestran un impacto negativo de la ratio gasto público/PIB sobre el crecimiento a largo plazo en Europa. Sin embargo, cuando se analiza la causalidad país por país se observa que países con un sector público grande en términos europeos mantienen tasas de crecimiento estables en el tiempo, mientras que otros con un sector público mucho menor presentan coeficientes negativos en la relación de causalidad. No solo importa, por tanto, el tamaño del gasto, sino la calidad del mismo, la eficacia de la gestión pública y los mecanismos fiscales para su financiación.

Uno de los factores inherentes al proceso de recuperación económica iniciado a finales de 2013 es el mayor dinamismo en la creación neta de empresas. Mientras en el periodo de crisis el número de bajas superó al número de altas, a partir de 2014 se invierte la tendencia, si bien en términos netos las cifras se sitúan por debajo de las alcanzadas antes de la crisis. El artículo de RAMÓN XIFRE muestra también el desplome de la tasa de creación de sociedades anónimas, la reducción de la tasa correspondiente a las sociedades limitadas, y el importante crecimiento de la tasa de creación de autónomos. A su vez, se detecta también una mayor polarización por tamaño dentro de las sociedades: la

reducción ha sido más acusada en los tamaños intermedios y menos intensa en las grandes y en las muy pequeñas empresas. Una de las recomendaciones del trabajo se dirige, precisamente, a la necesidad de procurar que el tejido productivo español no pierda más empresas de tamaño intermedio

Los mecanismos extraordinarios de financiación de la deuda de las comunidades autónomas a través de la Administración central han dado lugar a la configuración de un marco que, dada su prolongación en el tiempo, traslada las potenciales debilidades financieras de las administraciones regionales a la propia financiación del Estado. El artículo de MARIO ALLOZA, MAR DELGADO-TÉLLEZ y JAVIER J. PÉREZ plantea cómo podría diseñarse un sistema estable de financiación del endeudamiento autonómico a medio plazo, utilizando los argumentos alternativos que tienen lugar en la eurozona en relación con dos aspectos principales: la reducción de los niveles de deuda y la compartición de riesgos entre los países miembros. Tres son las principales alternativas: la mutualización de riesgos, manteniendo de forma indefinida el sistema actual; la división de la deuda en tramos, uno garantizado y otro de mercado; y finalmente la participación directa en el mercado de capitales. En cualquiera de los tres supuestos se requieren condiciones adicionales de distinta naturaleza para garantizar la credibilidad del sistema, que van desde el cumplimiento estricto de las reglas de disciplina presupuestaria, hasta la correcta evaluación del riesgo por parte de los compradores de la deuda en el mercado, o el establecimiento de una cláusula de no rescate. Por otra parte, si en el proceso de transición hacia el nuevo

sistema se aplicaran operaciones de redención de parte de la deuda, sería necesario incorporar mecanismos que eliminen la presencia de riesgo moral, como por ejemplo cláusulas de salvaguarda que permitan revertir las operaciones de redención en presencia de comportamientos de indisciplina fiscal.

El mecanismo de transmisión de la política monetaria, desde su diseño y ejecución por el BCE hasta su impacto en las empresas, los hogares y las administraciones públicas, sitúa al sistema bancario en una posición clave para trasladar los impulsos monetarios hacia la economía real. La banca, por tanto, no puede ser inmune a la anomalía de una política monetaria como la actual, con tipos de referencia negativos desde hace cinco años y con expectativas de continuidad en el tiempo. El artículo de FERNANDO ROJAS, FEDERICA TROIANO y RUI DA MOTA GUEDES analiza los impactos sobre la banca de la eurozona de la actual tasa negativa de la facilidad de depósito del BCE. De forma directa, la facilidad de depósito genera un coste explícito de 440 millones de euros anuales a la banca española. Indirectamente, la tasa arrastra hacia abajo a toda la curva de tipos a través del euríbor y, por tanto, incide en el margen de intermediación. Finalmente, la expectativa sobre el mantenimiento del euríbor a doce meses en terreno negativo durante al menos tres años determina que la valoración bursátil de la banca europea se vea seriamente afectada, en línea también con tasas de rentabilidad muy modestas. En suma, la política monetaria del BCE está teniendo un impacto negativo sobre los márgenes bancarios y repercutiendo directamente en su modelo de negocio.