

Carta de la Redacción

Entre los desequilibrios que explican la profundidad de la última gran crisis sufrida por la economía española destacan, por encima de todos, los que afectaron al sector inmobiliario y a sus relaciones con el sistema bancario. La denominada burbuja inmobiliaria y el riesgo financiero asociado a ella por la vía del crédito hipotecario –mutuamente retroalimentados– no fueron correctamente valorados por los agentes económicos durante la etapa de expansión previa, convirtiéndose posteriormente en el principal factor de difusión de la crisis. Por eso, cuando, como ahora sucede, la economía española afronta una fase cíclica de desaceleración en un contexto global de ralentización del crecimiento, especialmente en la eurozona, surge la inquietud sobre cuál es la situación actual del mercado inmobiliario y de la financiación que se relaciona con él, tras varios años de recuperación. Más aún, ante las previsiones de caída del ritmo de actividad económica, es natural que nos preguntemos si esos factores que recrudecieron el alcance de la crisis de la economía española podrían volver a repetirse.

Los dos primeros artículos de este número de *Cuadernos de Información Económica* abordan, de forma complementaria, estos interrogantes y desvelan el estado actual y las perspectivas inmediatas de los riesgos inmobiliarios y financieros en España. En el primero de ellos, CARLOS OCAÑA P. DE TUDELA y RAYMOND TORRES analizan un amplio conjunto de indicadores del mercado de la vivienda concluyendo que, si bien puede producirse un ajuste limitado, provocado en buena medida por la moderación de la demanda, no cabe esperar un “pinchazo” del sector, entre otras cosas porque ninguno de los indicadores manejados se corresponde con la existencia de una hipotética burbuja. Ni el nivel de precios alcanzado –casi un 20% por debajo del nivel

precrisis–, ni el esfuerzo realizado por los hogares para devolver las hipotecas y pagar los intereses –33% de la renta disponible frente a valores superiores al 50% en 2008–, ni el peso del sector en la economía –alrededor de la mitad en términos de inversión y de empleo– se corresponden con situaciones de sobrevaloración o de riesgo de impagos. Por otra parte, tampoco existe una burbuja de crédito bancario y el crédito nuevo para la adquisición de vivienda incluso se ha reducido en lo que va de año. Solo en algunos de los principales núcleos urbanos y destinos turísticos se han producido tensiones en el mercado de compraventa de viviendas, al tiempo que se detecta una inflación importante en la vivienda de alquiler. Todo apunta hacia un fin de ciclo moderado, sin caídas significativas en número de transacciones y en precios, de modo que sus repercusiones sobre el conjunto de la economía serán limitadas.

Conclusiones similares alcanzan SANTIAGO CARBÓ VALVERDE, PEDRO CUADROS SOLAS y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. Tal como señalan, los episodios contractivos más severos y prolongados tienen una vertiente inmobiliaria y financiera. Sin embargo, la comparación de la situación actual con la experiencia de crisis anteriores revela que el ajuste que ahora estaría afectando a la economía española no parece conllevar riesgos adicionales asociados a esos factores. Tanto los precios de la vivienda como el peso de la construcción en la economía siguen una evolución al alza, pero muy moderada e incluso con una cierta ralentización en cuanto a los precios se refiere. A su vez, la deuda de hogares y empresas sobre el PIB ha caído en más de 70 puntos porcentuales durante los últimos diez años y en los mercados financieros la preocupación es más bien por falta de actividad que por exceso, de modo que ni la trayectoria del endeudamiento privado

ni su calidad –con una continuada caída de la tasa de morosidad desde 2014– dibujan un posible escenario de burbuja financiera. Sin embargo, sí podría suscitar dudas, en escenarios de empeoramiento de la situación económica internacional y española, el elevado nivel de deuda pública, tanto por posibles cambios en los costes de financiación de la misma a medio y largo plazo como por las dificultades que implicaría recurrir a políticas fiscales anticíclicas en ese tipo de escenarios.

La apertura exterior de la economía española ha sido una palanca esencial para superar la crisis económica iniciada en 2008 y constituye un factor de cambio estructural positivo, en la medida en que diversifica las fuentes del crecimiento en favor de la demanda exterior. Tres artículos abordan el proceso de internacionalización de la economía española. El primero, de RAMON XIFRÉ, recorre la trayectoria creciente de las exportaciones españolas desde comienzos de siglo, que ha situado a nuestro país como la segunda de las grandes economías de la eurozona con mayor grado de apertura. No obstante, la vitalidad del sector exterior muestra signos de debilitamiento en los dos últimos años, posiblemente por la propia ralentización del comercio mundial. Pero, desde una perspectiva microeconómica, subsisten importantes barreras a la internacionalización de las empresas españolas, que afectan de modo singular a aquellas de menor tamaño, cuyo peso en valor añadido exportado es mucho mayor en España que en los otros grandes países de la eurozona. Entre esas barreras destacan los elementos de competitividad relacionados con la productividad, calidad y diferenciación del producto, intensidad tecnológica, así como las dificultades de las pequeñas empresas para acceder a nuevos mercados y localizar oportunidades de negocio de alto valor añadido.

Más en detalle, el artículo de JUANA CASTILLO-GIMÉNEZ y FRANCISCO REQUENA SILVENTE analiza los cambios en la estructura de ventajas y desventajas comparativas de las exportaciones de las provincias españolas durante los últimos treinta años. Por una parte, la mitad de las provincias, entre las que se encuentran las de mayor capacidad exportadora (Barcelona, Madrid, Valencia y Vizcaya) han reducido su nivel de especialización como consecuencia de menores diferencias entre los sectores con ventajas y desventajas comparativas. Por otra, la especialización ha aumentado en las otras veinticinco provincias, en catorce por encima de la media española y en once por debajo. Un factor relevante en la explicación de estos cambios es el grado de concentración de las exportaciones a nivel provincial en unas pocas empresas (con el estatus de “superestrellas”). Los sectores con

mayor grado de concentración presentan mayor inestabilidad en el patrón de especialización, de manera que se ven más afectados por cambios en las ventajas y desventajas comparativas.

El tercer trabajo relacionado con la internacionalización de la economía española está dedicado a la banca y presenta un análisis comparativo del comportamiento del negocio de los grupos bancarios españoles dentro y fuera de nuestras fronteras. Como señala JOAQUÍN MAUDOS, la exposición internacional de la banca española es superior a la de las otras tres grandes economías de la eurozona, si bien presenta un grado bastante reducido de diversificación geográfica: tres países –Reino Unido, EE.UU. y Brasil– concentran casi la mitad de las inversiones, y cinco cerca de las dos terceras partes –los anteriores más México y Portugal–. En todo caso, los indicadores económico-financieros del sector muestran que la rentabilidad sobre activos y sobre recursos propios es superior en los grupos consolidados –incluyendo por tanto la actividad en exterior– que en el negocio doméstico. La razón principal es el mayor margen de intereses que se obtiene fuera de España, ante la persistencia de tipos negativos en el interior. Así pues, la diversificación de riesgos mediante la internacionalización de la actividad bancaria, aunque puede dar lugar a riesgos puntuales en algunos países, demuestra que en conjunto ha proporcionado beneficios indudables a los bancos españoles.

El sector industrial vuelve a estar en el foco del análisis macroeconómico en la actual fase de desaceleración de la economía europea. A ello responde el artículo de MARÍA JOSÉ MORAL, en el que se pone de manifiesto que los indicadores más recientes no son muy favorables: la industria alemana está reduciendo su producción desde el primer trimestre de 2018, mientras que Francia y Reino Unido lo hacen desde el segundo trimestre de 2019 y en España el retroceso se ha producido en el tercer trimestre de este año. Situando el foco en los últimos cinco años –correspondientes a la fase expansiva del ciclo– se observa que la producción manufacturera en España ha tenido un comportamiento más dinámico que la de Alemania, Francia y Reino Unido, aunque no ha cerrado la brecha respecto a la producción anterior a la crisis económica. La revisión efectuada por sectores revela que los de tecnología alta y media-alta tienen una trayectoria más positiva que el promedio durante la etapa de recuperación. En cambio, entre los sectores más tradicionales, los de tecnología media-baja, la evolución es más pausada, incluso con resultados negativos en textil, confección, cuero y calzado, y en madera, papel y artes gráficas. Aunque

la perspectiva temporal no es suficiente para extraer conclusiones sobre posibles cambios estructurales en la composición de la producción industrial española, existen indicios que apuntan hacia un mayor peso relativo de las manufacturas de tecnología alta y media-alta, pero a un ritmo con bastante lentitud.

Finalmente, los dos últimos artículos tienen por objeto las emisiones de deuda privada y el comportamiento de los bonos contingentes convertibles, respectivamente. El mercado primario de deuda privada española está registrando, a lo largo de 2019, un comportamiento muy favorable debido, en gran parte, a la fuerte relajación de las condiciones financieras propiciada por la política monetaria acomodaticia del Banco Central Europeo. El artículo de JOSÉ MANUEL AMOR, SALVADOR JIMÉNEZ, IRENE PEÑA y JAVIER PINO disecciona la naturaleza, composición, plazos y volúmenes de deuda de los emisores españoles. En primer lugar, se detecta un predominio –un 70% sobre el total– de las emisiones del sector financiero durante 2019, tanto por sus necesidades de financiación de elevada calidad en términos regulatorios, como por el reducido peso que todavía tiene el sector corporativo español en los mercados mayoristas y su fuerte dependencia del crédito bancario. En segundo lugar, en la composición de las emisiones de deuda bancaria se ha reducido el peso de las cédulas hipotecarias y de los bonos contingentes convertibles (CoCos), dando una mayor relevancia a la deuda sénior en sus dos vertientes, de deuda sénior *unsecured* y deuda sénior *non preferred*.

En tercer lugar, las emisiones de deuda corporativa se han realizado en su práctica totalidad a un plazo de cinco años o superior, resultado de un aplanamiento de la curva de tipos y de un elevado apetito inversor. El artículo destaca, finalmente, el relevante papel que están adquiriendo los emisores corporativos españoles en el mercado verde, social y/o sostenible.

De forma complementaria con el artículo anterior, ÁNGEL BERGES, ALFONSO PELAYO y JAVIER PINO examinan el comportamiento de los bonos contingentes convertibles, que tan destacado papel han tenido en el proceso de recapitalización bancaria en España y en Europa (22 mil millones de euros emitidos en España entre 2014 y 2018), convirtiéndose en una alternativa a las acciones ordinarias. Su rendimiento ha sido muy superior al de estas: durante los últimos cinco años la *performance* total –incluyendo, por tanto, cupones y dividendos– del índice de CoCos de los bancos europeos ha estado en torno al 50%, mientras que las acciones han perdido el 25% de su valor. En una amplia muestra de entidades europeas, el cupón efectivo guarda una relación con parámetros como la solvencia de máxima calidad (CET1), el perfil de riesgo (activos ponderados por riesgo sobre activos totales) y la valoración del mercado (ratio *price to book*). Con todo, se trata de un producto complejo reservado a inversores institucionales que incorpora dos opciones financieras para el emisor: la posible cancelación anticipada y la conversión forzosa en acciones en caso de resolución.