

Carta de la Redacción

La crisis sanitaria desencadenada por el COVID-19 en España está poniendo a prueba no solo la resiliencia del sistema sanitario en su conjunto, sino la capacidad de las autoridades económicas y monetarias para afrontar la paralización de una parte esencial de la actividad económica. No existen precedentes en la historia reciente de un *shock* de naturaleza similar. Por eso y por el desconocimiento sobre el alcance y duración que pueda tener esta pandemia resulta sumamente difícil realizar previsiones sobre la evolución económica de los próximos trimestres. Los efectos sobre la producción se relacionan con la ruptura de las cadenas globales de suministro en una parte de la industria, el confinamiento de un porcentaje relevante de la población ocupada y el cierre de actividades no esenciales del sector servicios. A su vez, por el lado de la demanda, la caída del consumo de los hogares (por el descenso de las rentas salariales y de los autónomos, las restricciones de movilidad, la pérdida de valor de los activos financieros y la mayor inclinación al ahorro-precaución) se une a la muy previsible ralentización de la inversión empresarial en un escenario de elevada incertidumbre. La demanda externa puede verse incluso más afectada por la generalización de la enfermedad en la mayor parte de los países avanzados y por los efectos de la misma en un sector clave para la economía española como el turismo.

Aunque es arriesgado anticipar la secuencia temporal de la epidemia en España y en el resto del mundo, cabe pensar en un escenario de duración limitada que, en lo que a la esfera económica se refiere, debiera dar lugar a un rebote de la demanda en los trimestres siguientes al control de la enfermedad y, por tanto, a la recuperación de tasas de crecimiento positivas que compensen la caída de la primera parte del año.

Esas son las hipótesis manejadas en el artículo de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ. Los ejercicios de previsión realizados por Funcas se sustentan en la evolución que ya se percibe en países donde el virus golpeó con anterioridad, como China y Corea del Sur. Ello hace prever una caída del PIB durante la primera parte del año seguida de un rebote durante el segundo semestre, supeditado en todo caso a que las condiciones de producción se normalicen y la demanda se recupere. En conjunto, el PIB caería un 3% en 2020, pero experimentaría un repunte del 2,8% en 2021, con una evolución parecida a una U.

Especial importancia tendrá la política económica para atenuar las consecuencias más nefastas de la crisis, tanto sobre las empresas como sobre los hogares españoles, evitando así que los efectos temporales de la recesión deriven en secuelas irrecuperables en el aparato productivo y en las condiciones de vida de la población. El plan de choque de apoyo a la liquidez de las empresas mediante avales y garantías públicas por importe de 100.000 millones de euros contará con el concurso de la banca para facilitar a las empresas dicha financiación, que podría llegar a duplicarse en función del multiplicador del crédito concedido. A su vez, las medidas orientadas a mantener el empleo y a complementar los ingresos de los colectivos en dificultad añaden otros 20.000 millones de euros que, siendo necesarios, impactarán directamente en un aumento del déficit público que, junto a la erosión de la base recaudatoria, podría desembocar en un -5,5% del PIB en 2020.

Con todo, la crisis del COVID-19 es también un test de la calidad de la gobernanza europea. La aprobación de un programa de compra de títulos de deuda pública

y corporativa por importe de 750.000 millones de euros moderó el ascenso de las primas de riesgo de los países más afectados y lanzó a los mercados un mensaje de cohesión interna en el seno de la eurozona. Por el momento, sin embargo, seguimos a la espera de una respuesta de la Unión Europea proporcional a la dimensión del problema. Como se señala en el primero de los artículos de esta edición, la puesta en marcha de un programa europeo de emergencia, financiado por eurobonos, o una mayor implicación del MEDE, serían pasos en la buena dirección.

Este número de *Cuadernos de Información Económica* incluye también otros seis artículos que abordan cuestiones relacionadas con la reciente trayectoria del sector bancario, los indicadores económicos de la agricultura española, las limitaciones recaudatorias del impuesto sobre sociedades y la problemática de la educación financiera en España.

Los resultados de las seis mayores entidades financieras españolas en 2019 fueron un 18% inferiores a los del ejercicio anterior y la valoración en bolsa mostró una elevada correlación con aquellos. Como señalan SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, tras esa relativa caída está no solo la incidencia de los tipos de interés negativos sobre los precios de los activos; también hay que referirse a la presión regulatoria –mayor que sobre los nuevos competidores actuales y potenciales– y al escaso dinamismo de la demanda de crédito. Pero las dificultades para la industria bancaria no derivan solamente de esos factores. Existen otros de naturaleza geopolítica, como las tensiones comerciales y tecnológicas entre las grandes superpotencias, que afectan también muy negativamente al valor de mercado de los bancos, tanto más cuanto mayor es la incertidumbre que generan. El escenario es ahora mucho más sombrío, por los efectos todavía desconocidos a los que puede conducir la crisis del COVID-19, un fenómeno que aunque afecta a la mayor parte de sectores económicos, trunca una parte de las expectativas favorables que la banca española tenía depositadas para 2020 gracias a los progresos alcanzados en el saneamiento y reducción de la morosidad, así como a su eficiencia operativa, que constituye una ventaja comparativa en el contexto europeo.

De hecho, la mejora de las condiciones de financiación a finales de 2019 y comienzos de 2020 fue aprovechada por la banca española para acelerar sus emisiones de instrumentos de renta fija; en particular, hacia aquellos que resultan elegibles para el cumplimiento de los requerimientos del *MREL*.

DESIRÉE GALÁN, JAVIER PINO y FERNANDO ROJAS realizan un análisis pormenorizado de esas emisiones, de su volumen y composición, así como de las tasas internas de rendimiento asociadas a ellas. Además de poner de manifiesto el importante peso relativo de las emisiones de la banca española en el contexto europeo, destaca la inclinación hacia instrumentos con capacidad de absorción de pérdidas de acuerdo con *MREL*, que además ofrecen atractivos cupones en un entorno de tipos muy bajos. Los autores deducen que, comparando la situación actual con los requerimientos regulatorios, debería pasarse del 19% de sus activos ponderados por riesgo al 23% que, en promedio, se requeriría para la muestra de entidades seleccionada. En todo caso, el plazo objetivo de 2024 permite cierta flexibilidad para las entidades de menor tamaño, pues podría prorrogarse más allá de ese año en función de la situación de la entidad, de su capacidad de emisión, del proceso de renovación de instrumentos o de la estructura de su financiación cuando existan limitaciones en el acceso a los mercados.

Ante las recientes expresiones de malestar de los agricultores españoles, el artículo de JOSÉ COLINO SUEIRAS examina la evolución de los principales indicadores económicos del sector durante el último decenio. La revisión de las estadísticas sobre productividades, precios percibidos y pagados, subvenciones y rentas agrarias revela que el sector ha seguido una dinámica de relativa bonanza, tanto si se compara con etapas anteriores como si se contextualiza en el marco más general de la crisis que afectó al conjunto de la economía española. En particular, los precios agrarios relativos han tenido un aceptable comportamiento en el último decenio, frente a lo que venía siendo una tendencia endémica de carácter bajista. Y la renta agraria ha crecido entre 2010 y 2018 a una tasa media anual del 2,2% en términos reales. Pero las cifras promedio no reflejan la existencia de problemas delicados en determinadas esferas productivas, que se habrían visto agravados por caídas de precios en 2019. A su vez, los efectos de los aranceles de Estados Unidos a determinadas producciones y la incertidumbre sobre la reforma de la PAC, la despoblación del medio rural, el envejecimiento de la población ocupada del sector y la falta de sustitución empresarial podrían explicar, mejor que los indicadores económicos, el malestar de los agricultores. Pero además del enfoque conjunto de este tipo de problemas, también es necesario un enfoque más micro que evalúe qué actividades y qué tipo de explotaciones atraviesan mayores problemas y deberían ser objeto de especial consideración por parte de los poderes públicos.

Una de las particularidades que llama la atención al examinar la reciente trayectoria de los ingresos tributarios en España es la limitada capacidad recaudatoria del impuesto sobre sociedades (IS) en comparación con los datos inmediatamente anteriores a la crisis de 2008. A pesar de las medidas adoptadas, y contrariamente a lo sucedido con el IRPF y el IVA, que ya en 2014 sobrepasaron el nivel de recaudación anterior a la crisis, el impuesto sobre sociedades no ha conseguido todavía superar el bache en la recaudación. De hecho, en el año 2018 los ingresos tan solo representaban el 55% de la recaudación de 2007. El artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ pone de relieve que esta lenta e incompleta recuperación de la recaudación del IS solo tiene parangón en Italia, mientras que en todos los demás países de la UE-15 se ha rebasado sobradamente el máximo anterior a la crisis. Aunque sí ha existido una tendencia ligeramente creciente en el tamaño relativo de la base imponible respecto al PIB, el tipo implícito del impuesto apenas ha variado en los últimos años. Los cambios que el gobierno pretendía introducir en la estructura del IS aspiran a aumentar la recaudación en unos 1.500 millones de euros anuales, actuando principalmente mediante una tributación mínima a las grandes empresas y limitando las exenciones y dividendos en las relaciones matriz-filial. Habrá que esperar para ver si los efectos económicos de la crisis del COVID-19 alteran los planes del gobierno en esta materia.

Dos artículos se incluyen en este número de *Cuadernos de Información Económica* en los que se presentan los principales resultados de sendos trabajos que fueron seleccionados en la primera convocatoria competitiva de proyectos de investigación sobre educación financiera realizada por Funcas. El primero de ellos, de ANNA SANZ-DE-GALDEANO, BRINDUSA ANGHIEL y ANASTASIA TERSKAYA, trata de determinar si el aumento del tiempo de clase dedicado a materias como Matemáticas, Ciencias o Lectura en la enseñanza secundaria obligatoria afecta a los conocimientos financieros de los

jóvenes. Con datos del programa de evaluación PISA, los resultados de sus modelos indican que, para el conjunto de países de la OCDE y del Este de Europa incluidos en la muestra, el efecto del número de horas de materias que *a priori* podrían estar relacionadas positivamente con las competencias financieras de los estudiantes, como Matemáticas y Ciencias, no es estadísticamente significativo. De igual modo, en el análisis efectuado para España, la conclusión es que las horas dedicadas a la enseñanza de Matemáticas y Lectura no mejoran significativamente las competencias financieras de los jóvenes. Todo ello pondría de manifiesto que si se quiere mejorar los conocimientos financieros posiblemente haya que insistir en currículos y contenidos específicos de educación financiera.

El segundo artículo sobre la materia, de MARÍA JESÚS MANCEBÓN TORRUBIA, DOMINGO P. XIMÉNEZ-DE-EMBÚN y ADRIANO VILLAR-ALDONZA, trata de contrastar si el grado de conocimientos financieros del conjunto de la población induce comportamientos financieros más saludables, entendiendo por tales aquellos que favorecen su capacidad para afrontar distintas situaciones potencialmente adversas a lo largo del ciclo vital, como la planificación económica de la vejez, la tenencia de productos de ahorro y los niveles bajos de endeudamiento. A tal efecto, con datos de la *Encuesta de Competencias Financieras*, sus modelos muestran que el nivel de alfabetización financiera (mayor número de respuestas correctas a las preguntas de la Encuesta) influye positiva y significativamente en factores como la probabilidad de disponer de un plan de pensiones, participar en un fondo de inversión, ahorrar, o invertir en el mercado bursátil, pero también en asumir un menor endeudamiento para financiar gastos de consumo con préstamos personales. Aunque por el momento no es fácil definir una estrategia óptima de alfabetización financiera, sí parece existir alguna evidencia de que los conocimientos financieros adquiridos mejoran las decisiones financieras posteriores.