

INFORME ANUAL

2016

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



INFORME ANUAL 2016

ÍNDICE GENERAL

PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR 11

1 RASGOS BÁSICOS

- 1 Introducción 15
- 2 Evolución económica en 2016 16
 - 2.1 Un nuevo entorno mundial 16
 - 2.2 La economía del área del euro y la política monetaria del BCE 18
 - 2.3 La consolidación de la recuperación de la economía española 21
- 3 La prolongación de la recuperación: riesgos y vulnerabilidades 35
 - 3.1 Las políticas económicas globales 37
 - 3.2 Deuda y costes financieros 38
 - 3.3 La baja rentabilidad de las entidades de crédito 42
 - 3.4 Competitividad, precios energéticos e inflación 44
- 4 Retos para el crecimiento sostenido de la economía española 45

Recuadros

- 1.1 Los posibles efectos de una reversión del proceso de globalización 53
- 1.2 El efecto de los factores transitorios en la evolución reciente de la economía española y su comparación con la UEM 55
- 1.3 La sensibilidad de las rentas de los distintos sectores institucionales de la economía española a los tipos de interés 58

2 LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS Y SUS DECISIONES DE INVERSIÓN

- Resumen 61
- 1 Introducción 62
 - 2 El papel de la financiación en la recuperación reciente de la inversión de las empresas no financieras 62
 - 2.1 Los flujos de inversión y financiación de las empresas no financieras 63
 - 2.2 El acceso a la financiación externa 69
 - 3 La estructura de la financiación de las sociedades no financieras españolas 75

Recuadros

- 2.1 El impacto de las restricciones al crédito en la inversión, el activo circulante y el crecimiento empresarial 83
- 2.2 Factores de oferta y de demanda en el grado de acceso a la financiación bancaria de las sociedades no financieras españolas 85
- 2.3 El recurso a la emisión de valores de renta fija por parte de los grupos cotizados 88

3 EL PROCESO DE AJUSTE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

- Resumen 91
- 1 Introducción 91
 - 2 Caracterización de la corrección del saldo exterior 93
 - 2.1 La balanza por cuenta corriente y la cuenta de capital 94
 - 2.2 La cuenta financiera 96
 - 3 Un análisis de la persistencia del ajuste reciente de la balanza por cuenta corriente 98
 - 4 Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios 101

- 4.1 Las exportaciones de bienes y servicios 102
- 4.2 Las importaciones de bienes y servicios 104
- 5 Las rentas de inversión y sus determinantes 107
- 6 La evolución de la Posición de Inversión Internacional 109

Recuadros

- 3.1 La dependencia energética de España 113
- 3.2 Una caracterización de las empresas importadoras en España 116
- 3.3 Indicadores de alerta temprana de tensiones exteriores 119

4 LA POLÍTICA FISCAL EN LA UEM

Resumen 123

- 1 Introducción 124
- 2 El papel de política fiscal en la coyuntura actual 126
 - 2.1 Condicionantes de la efectividad de la política fiscal en la UEM 126
 - 2.2 Los problemas de implementación práctica de una política fiscal coordinada en la UEM 132
- 3 Los retos del marco presupuestario de la UEM 136
 - 3.1 Hacia la creación de mecanismos de aseguramiento mutuo 136
 - 3.2 El marco de reglas fiscales: simplificación y transparencia 142

Recuadros

- 4.1 Los efectos de desbordamiento (*spillover*) de la política fiscal nacional en la UEM 146
- 4.2 El seguro de desempleo federal en Estados Unidos 148
- 4.3 Alternativas propuestas en la literatura económica para lograr una mayor efectividad de las reglas fiscales 151

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

- Organigrama general del Banco de España 155
- Consejo de Gobierno 156
- Comisión Ejecutiva 157

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	26
Cuadro 1.2	Indicadores educativos en 2016	50
Cuadro 2.1	Determinantes de la probabilidad de que una empresa presente una inversión neta mayor o igual que cero	67
Cuadro 2.2	Determinantes de la probabilidad de que una empresa mantenga o incremente el importe de sus créditos bancarios	69
Cuadro 3.1	Efecto del crecimiento de la demanda interna sobre las exportaciones. Evidencia microeconómica	104
Cuadro 3.2	Contenido importador de los consumos intermedios utilizados por las empresas españolas	107
Cuadro 3.3	Efecto de un aumento de los recursos disponibles de las empresas sobre las importaciones	107
Cuadro 4.1	Multiplicadores del gasto público en la UEM	128
Cuadro 4.2	Dinámica del gasto en intereses de la deuda pública (2014-2016) e impacto directo estimado del programa de compras del BCE	129
Cuadro 4.3	Situación de las finanzas públicas y compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en los países de la UEM (2017)	135
Cuadro 4.4	Simulación del impacto de algunos esquemas de aseguramiento cíclico y de subsidio de desempleo comunes para el período 1999-2015 (% del PNB)	140

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1	Entorno económico internacional	17
Gráfico 1.2	Área del euro: PIB, inflación, expectativas de inflación y balance del Eurosistema	21
Gráfico 1.3	España: PIB y su composición, y comparación internacional	23
Gráfico 1.4	Condiciones de financiación de la economía española	25
Gráfico 1.5	España: consumo, renta y ahorro de los hogares	27
Gráfico 1.6	Saldo y deuda de las Administraciones Públicas	29
Gráfico 1.7	España: saldo por cuenta corriente y posición deudora externa	31
Gráfico 1.8	Evolución del valor añadido por países y sectores	32
Gráfico 1.9	España: evolución del mercado de trabajo	33
Gráfico 1.10	España: evolución del deflactor del valor añadido bruto de la economía de mercado y de sus componentes	35
Gráfico 1.11	España: evolución de los precios de consumo y diferencial con el área del euro	36
Gráfico 1.12	Deuda de las Administraciones Públicas	39
Gráfico 1.13	España: posición patrimonial de hogares y sociedades no financieras	39
Gráfico 1.14	Rentabilidad y ratio de préstamos dudosos de las instituciones financieras	43
Gráfico 1.15	Impacto estimado de un aumento del 10% en el precio del petróleo sobre el IPC y sus componentes	44
Gráfico 1.16	España: desempleo estructural y tasa de actividad	45
Gráfico 1.17	Participación en actividades formativas de los trabajadores, por países	48
Gráfico 2.1	Aportaciones al crecimiento del PIB	63
Gráfico 2.2	Inversión y financiación de las sociedades no financieras. Datos agregados	64
Gráfico 2.3	Inversión y financiación de las sociedades no financieras. Datos microeconómicos	66
Gráfico 2.4	Reasignación del crédito entre empresas	68
Gráfico 2.5	Restricciones a la financiación externa	71
Gráfico 2.6	Porcentaje de empresas con restricciones al crédito. Préstamos bancarios	72
Gráfico 2.7	Probabilidad de obtención de crédito de las sociedades no financieras españolas	74
Gráfico 2.8	Tipos de interés de los préstamos bancarios a sociedades no financieras	75
Gráfico 2.9	Estructura de los pasivos de las sociedades no financieras. Comparación internacional	77
Gráfico 2.10	Estructura de los pasivos de las sociedades no financieras españolas	78
Gráfico 2.11	Peso de la renta fija sobre la deuda	79
Gráfico 2.12	Crédito comercial	81
Gráfico 2.13	Endeudamiento de las sociedades no financieras y crédito comercial. Flujos	82
Gráfico 3.1	El sector exterior de la economía española	92
Gráfico 3.2	Balanzas por cuenta corriente y de capital	95
Gráfico 3.3	Transacciones financieras con el resto del mundo	97
Gráfico 3.4	Factores cíclicos y no cíclicos en el ajuste de la balanza por cuenta corriente	100
Gráfico 3.5	Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios: evidencia agregada	101
Gráfico 3.6	Factores determinantes de la evolución de las exportaciones	103
Gráfico 3.7	Factores determinantes de la evolución de las importaciones	105
Gráfico 3.8	Las rentas de inversión y sus determinantes	108
Gráfico 3.9	La posición deudora externa de la economía española	110

Gráfico 3.10	Sendas a largo plazo de la PII neta	112
Gráfico 4.1	Crecimiento, tasa de paro e inflación en la UEM	124
Gráfico 4.2	Impacto del programa de compra de activos (APP) sobre el déficit público del área del euro	130
Gráfico 4.3	Evolución de la deuda pública en la UEM ante supuestos alternativos	130
Gráfico 4.4	Sinergias entre la política fiscal y monetaria de la UEM	131
Gráfico 4.5	Orientación de la política fiscal y deuda pública en la UEM	134
Gráfico 4.6	Mecanismos de mutualización de riesgos (<i>Risk-Sharing</i>)	137
Gráfico 4.7	La política fiscal en la UEM y el ciclo económico	143
Gráfico 4.8	Evolución del gasto público primario ajustado de ciclo	144

PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR

Luis M. Linde

La economía española mantuvo un elevado ritmo de crecimiento en 2016, superando las expectativas vigentes antes de que se iniciara el año. El PIB creció, por segundo año consecutivo, un 3,2 %, superando, como en 2015, la tasa observada en el conjunto del área del euro en alrededor de 1,5 puntos porcentuales (pp). Esta evolución se ha producido, además, en un contexto de mantenimiento de un superávit exterior, a pesar del diferencial positivo de crecimiento frente al conjunto de socios comerciales. El balance en términos de generación de puestos de trabajo es también favorable. Sin embargo, mientras que se espera que a lo largo del trimestre en curso se recupere el nivel de PIB previo a la crisis, el empleo es todavía casi un 12 % inferior.

La prolongación de la fase expansiva ha permitido que hayan continuado registrándose avances en la corrección de los desequilibrios de la economía española, que han sido particularmente visibles en términos de la mejora en el grado de competitividad en los últimos años, la notable reducción del volumen de deudas de hogares y empresas no financieras o la progresiva normalización y recuperación del sector inmobiliario. Aunque —como apuntan las proyecciones del Banco de España— las perspectivas son favorables, en los últimos trimestres han ido concretándose una serie de riesgos, fundamentalmente provenientes del entorno exterior, cuya interacción con los elementos de fragilidad que todavía subsisten podría afectar negativamente a la evolución de la economía.

En el capítulo 1 de este Informe se discuten los factores que están impulsando el crecimiento de la economía española y se describen tanto los focos de vulnerabilidad ante los distintos riesgos existentes como los retos estructurales de medio y largo plazo.

El crecimiento de la economía global volvió a ser modesto en 2016, observándose, no obstante, alguna mejora a lo largo del año. El ritmo de expansión de los flujos de comercio internacional fue moderado, lo que, en parte, podría estar reflejando una reversión de las cadenas globales de valor y quizá, también, el efecto de un repunte de las tendencias proteccionistas. En las economías avanzadas, el ritmo relativamente reducido de expansión de la actividad contribuyó al mantenimiento de políticas monetarias expansivas. Entre las economías emergentes, las recesiones experimentadas por algunos países productores de materias primas, como consecuencia de las caídas de la cotización de estos bienes, tendieron a aliviarse a lo largo del año a medida que repuntaban estos precios. Los mercados financieros mundiales se vieron sometidos a algunos episodios de turbulencia de corta duración. Uno de estos episodios se produjo al inicio de 2016, cuando comenzaron a surgir dudas sobre la posibilidad de que las autoridades chinas se vieran desbordadas por el objetivo simultáneo de evitar una desaceleración significativa de la actividad y de contener el endeudamiento. Posteriormente, los resultados inesperados de los procesos electorales en el Reino Unido y en Estados Unidos dieron paso a períodos de cierta volatilidad en los mercados de capitales.

En el área del euro, como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, a mediados de 2013, el crecimiento del PIB continuó siendo modesto, con el trasfondo de un contexto exterior relativamente desfavorable y de la prevalencia de niveles elevados de incertidumbre. La inflación tendió a repuntar como consecuencia de la aceleración de los precios energéticos, si bien el componente subyacente no ha proporcionado indicios de reactivación hasta la fecha. La ausencia de señales de que la inflación pueda aproximarse

a la cota del 2 % de forma sostenida en el medio plazo condujo a una relajación adicional de la política monetaria, que incluyó nuevas reducciones en los tipos de interés oficiales y sucesivos ajustes en el programa de compra de activos, entre los que cabe destacar su ampliación hasta diciembre de este año y su extensión a los títulos de deuda de calidad crediticia alta emitidos por las sociedades no financieras que operan en la UEM.

En España, la recuperación siguió apoyándose en una combinación de factores. Por un lado, el tono expansivo de la política fiscal y de la política monetaria común, junto con la caída que los precios de las materias primas registraron hasta el inicio de 2016, ha amplificado, en mayor medida que en el resto del área del euro, el ritmo de la recuperación de nuestra economía. Por otro lado, el impacto de las reformas acometidas en los últimos años sobre la competitividad, junto con el proceso de desapalancamiento de los agentes privados —aspecto que se cubre en detalle en el capítulo 2 de este Informe, para el caso de las sociedades no financieras—, ha sentado las bases para un crecimiento más equilibrado y sostenido.

Las perspectivas de continuación de la fase de expansión cíclica de la economía son favorables, como consecuencia de los efectos previsiblemente persistentes de la corrección de los desequilibrios de la economía española, junto con un elemento más coyuntural, como es la mayor pujanza de la actividad mundial proyectada para los dos próximos años. No obstante, se espera que la adopción de un tono restrictivo por parte de la política fiscal, necesario para culminar el proceso de consolidación presupuestaria, y el impacto de la subida reciente del precio del petróleo sobre las rentas reales de familias y empresas resulten en una cierta moderación del ritmo de crecimiento de la economía.

Este panorama positivo está sometido, no obstante, a diversos riesgos. En el ámbito exterior, existen varios focos de incertidumbre. Por un lado, la transición de la economía china desde un modelo basado en la exportación, la inversión y la industria hacia otro, más sostenible a largo plazo, basado en el consumo y los servicios es un proceso deseable que, sin embargo, comporta riesgos significativos, particularmente en el contexto actual de sobreendeudamiento privado. Por otra parte, un posible sesgo expansivo de la política fiscal en Estados Unidos podría tensionar las condiciones financieras tanto en ese país como a escala global. Un elemento de especial riesgo para la economía global es la posibilidad de que las autoridades de diversos países, con un peso elevado en el comercio mundial, adopten un sesgo más proclive a la adopción de medidas proteccionistas. Esto resultaría particularmente adverso para una economía como la española, cuya orientación hacia el sector exterior se ha intensificado notablemente desde la crisis. Además, cabe esperar que nuestra economía se vea afectada de manera directa por la forma que, finalmente, adopten las relaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea, dado su elevado grado de exposición a la británica en algunas parcelas, tales como las exportaciones de servicios turísticos y no turísticos o el sector financiero.

En segundo lugar, los niveles de endeudamiento de los agentes siguen siendo elevados, a pesar del intenso proceso de desapalancamiento llevado a cabo en los últimos años, lo que introduce un elemento de vulnerabilidad ante un hipotético tensionamiento futuro de las condiciones de financiación. En este sentido, conviene subrayar que, a pesar de la consecución de una capacidad neta de financiación para el conjunto de la nación, la dependencia del ahorro exterior continúa siendo muy elevada, según se analiza en profundidad en el capítulo 3 del Informe.

En los últimos años, los tipos de interés se han reducido sustancialmente, hasta alcanzar niveles históricamente bajos, lo que ha contribuido a impulsar las rentas de los distintos

agentes. El inicio de la normalización de las condiciones de financiación tendría, lógicamente, el sentido opuesto. Sin embargo, el grado de vulnerabilidad de los distintos agentes ante esta eventualidad no es el mismo, pues también ha sido distinta la evolución de su endeudamiento. En particular, la ratio de deuda pública ha alcanzado un nivel muy elevado, cercano al 100% del PIB, tras aumentar en más de 60 pp desde el inicio de la crisis. Esta situación subraya la necesidad de trazar un plan de consolidación presupuestaria a medio plazo, en un contexto en el que, por segundo año consecutivo, en 2016, la política fiscal adoptó un sesgo expansivo. Al mismo tiempo, no debe descuidarse la composición del necesario ajuste presupuestario, de modo que la combinación de gastos e ingresos favorezca la contribución de la política fiscal al crecimiento potencial de la economía.

Por lo que respecta a los agentes privados, los progresos en el proceso de desendeudamiento han sido muy significativos. Sin embargo, los niveles de deuda en relación con las rentas y, por tanto, la carga financiera siguen siendo muy elevados entre algunos grupos de agentes, que, dentro de las sociedades no financieras, incluyen las dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, desde el punto de vista sectorial, y las más pequeñas, desde la óptica de la dimensión, y, dentro de las familias, se concentran entre los hogares con niveles de renta más bajos.

Además, un hipotético encarecimiento de la financiación no se trasladaría por igual a todos los agentes de la economía. El impacto de una subida de los tipos de interés podría ser rápido, pero relativamente modesto, en el caso de los hogares y las sociedades no financieras, si, como sucedió en los últimos meses del año pasado, dicha subida se concentra sobre todo en los plazos más largos de la curva de tipos, en un contexto de predominio del endeudamiento a corto plazo o a tipos de interés variables entre estos agentes. Por el contrario, en el caso de las Administraciones Públicas, dado el elevado peso del endeudamiento a largo plazo, cabe esperar que la traslación a las nuevas operaciones de financiación sea más intensa, pero también más lenta en términos del coste agregado.

Un tercer elemento de vulnerabilidad de la economía española viene dado por la rentabilidad relativamente reducida de las entidades financieras, rasgo compartido con sus homólogas de otros países del área del euro. La disminución de los volúmenes de activos improductivos dentro de las carteras de las entidades ha tenido un impacto favorable sobre la rentabilidad, que, no obstante, se ha visto mitigado por la compresión de los márgenes de intermediación, en un contexto en el que el repunte de la actividad crediticia es todavía moderado.

Por último, la producción final de la economía española presenta una mayor dependencia del petróleo importado que otros países de nuestro entorno, al tiempo que las oscilaciones del precio de esta materia prima tienen un impacto superior sobre la tasa de variación de los precios de consumo. Esta última circunstancia alerta de la necesidad de evitar una traslación generalizada de las recientes alzas del precio del petróleo a los precios de otros bienes y a los salarios, dado el efecto negativo que generaría sobre la competitividad exterior de la economía.

Más allá de estos riesgos, el eje central de las prioridades de la política económica a más largo plazo debe venir dado por la necesidad de abordar los efectos de una serie de factores que limitan el crecimiento, entre los que destacan el elevado desempleo estructural, el envejecimiento de la población y el reducido nivel de productividad.

En primer lugar, existen colectivos poblacionales amplios, tales como aquellos con un nivel de formación más reducido, que, por su dilatada permanencia en la situación de desempleo,

no pueden verse beneficiados directamente por la recuperación económica. Un objetivo prioritario ha de ser, por tanto, favorecer la empleabilidad de los parados de larga duración, evitando su pérdida de cualificaciones, para lo que las políticas de formación deben desempeñar un papel fundamental. Además, los programas de bonificaciones a la contratación pueden resultar eficaces para favorecer el retorno a la situación de empleo de estas personas, siempre y cuando prime el carácter necesariamente acotado de su población objetivo e incorporen mecanismos adecuados de seguimiento y evaluación de los resultados.

En segundo lugar, el envejecimiento de la población supone una limitación al crecimiento potencial de la economía, que, entre otras vías, discurre principalmente a través de la menor disponibilidad de capital humano. Adicionalmente, esta evolución demográfica presiona al alza al gasto público en algunos capítulos, que incluyen la sanidad y, sobre todo, las pensiones. En este último ámbito, las reformas introducidas en años recientes permiten contener el efecto sobre el gasto del incremento de la tasa de dependencia, aunque a cambio de una disminución del importe de la pensión media con respecto al del salario medio. Las tareas pendientes para el futuro en este ámbito consisten, por tanto, en determinar la relación deseada entre salarios y pensiones, y las vías para garantizar la suficiencia de ingresos del sistema.

En tercer lugar, el escaso dinamismo de la productividad provoca que las tasas de crecimiento potencial proyectadas sean también relativamente reducidas, incluso cuando se consideran en términos per cápita. La elevación del crecimiento a largo plazo requiere medidas en ámbitos muy diversos, con el objetivo de facilitar la reasignación de recursos hacia las empresas más productivas. En el ámbito regulatorio, se requiere la revisión de aquellos elementos que dificultan la entrada en el mercado de nuevas empresas o que limitan su crecimiento. Además, sería preciso combatir las restricciones regulatorias en algunas ramas, pertenecientes en particular al sector servicios, mejorar la eficiencia de los procedimientos judiciales o reducir la excesiva dualidad del mercado laboral actual, dados los efectos negativos que esta tiene sobre la productividad de los trabajadores. Finalmente, la evidencia disponible apunta a la existencia de un amplio margen de mejora en la calidad del sistema educativo y de fomento de la acumulación de capital tecnológico.

Por último, la evolución de la economía española en el medio y largo plazo se verá condicionada por los desarrollos en la UE y en la UEM. En el ámbito de las políticas económicas, una mejora de las perspectivas a medio plazo, que nos aleje de un escenario de bajo crecimiento, requiere que el estímulo extraordinario que la política monetaria está proporcionando en la actualidad se vea apoyado por políticas nacionales que, en la esfera fiscal, aprovechen el margen de actuación disponible teniendo en cuenta las normas de disciplina presupuestaria vigentes, y, en el terreno de las políticas estructurales, fomenten el crecimiento de la productividad.

Además, el auge de las tendencias favorables a la introducción de mayores restricciones a los movimientos de personas, bienes y servicios debería servir de catalizador para que tanto la propia UE como el área del euro busquen vías para avanzar en su grado de integración. En el caso de la UEM, constituye una prioridad la profundización en la integración financiera a través de la culminación de la Unión Bancaria y los avances en la Unión de Mercados de Capitales. Más allá del ámbito financiero, el objetivo es la consecución de una verdadera Unión Económica, que abarque las políticas económicas distintas de la monetaria y que incluya mecanismos comunes de estabilización, como los que se discuten en el capítulo 4 de este Informe.

1 Introducción

El ritmo de crecimiento de la economía española continuó siendo elevado en 2016. La tasa de avance del PIB fue, como en 2015, del 3,2 %, de forma que, en el segundo trimestre de 2017, se habría recuperado el nivel de actividad anterior a la crisis. Otros rasgos destacados del ejercicio fueron la positiva evolución del empleo, que permitió reducir la tasa de paro hasta el 18,6 % desde el 20,9 % observado a finales de 2015, y el mantenimiento de una elevada capacidad de financiación frente al resto del mundo, que ascendió al 2 % del PIB.

La actual fase de recuperación se ha asentado tanto en la corrección de algunos de los desequilibrios macrofinancieros como en otros factores de carácter más transitorio.

La recuperación de la competitividad exterior y los progresos en la mejora de la situación patrimonial de familias, empresas e instituciones financieras, desarrollos a los que han contribuido las diversas reformas emprendidas en años recientes desde distintos ámbitos, constituyen importantes elementos de soporte de la recuperación de la economía española. Adicionalmente, el avance del producto en los últimos ejercicios se ha visto favorecido por factores de carácter más transitorio, como la caída de los precios del petróleo, el impulso fiscal o la política monetaria expansiva. Estos elementos, de hecho, habrían operado con más intensidad en el caso de España que en el conjunto del área del euro, explicando parcialmente el diferencial de crecimiento favorable a nuestra economía.

La demanda interna mantuvo un elevado dinamismo y el saldo neto exterior registró un comportamiento muy favorable.

El consumo privado mantuvo en 2016 una notable fortaleza, acelerando ligeramente su ritmo de expansión, mientras que la inversión moderó su ritmo de avance, lo que se debió, en gran parte, a la atonía del componente público, aunque, en la segunda mitad del año, también el componente empresarial mostró un menor dinamismo. La demanda exterior neta realizó una contribución positiva al crecimiento del PIB por primera vez desde 2013, con un avance de las exportaciones de bienes superior al de los mercados al que van dirigidas, un crecimiento muy elevado de las exportaciones de servicios turísticos, en parte vinculado a la inestabilidad en algunos destinos competidores, y, sobre todo, una cierta moderación de las importaciones.

Se espera que la recuperación continúe en 2017, pero existen riesgos significativos.

Estos riesgos se derivan del entorno exterior y del alza de los tipos de interés en algunos mercados. Las perspectivas para la prolongación de la actual fase de crecimiento en 2017 son favorables. No obstante, se prevé que, a medida que vayan perdiendo empuje los factores transitorios que han venido impulsando el avance del producto en el período reciente, la economía española tienda a crecer a tasas más moderadas¹. Ello se vería compensado parcialmente por la aceleración de la actividad de la economía mundial, en línea con lo que viene observándose desde el tramo final del pasado año y en los primeros meses del actual ejercicio, en particular en las economías avanzadas, incluida el área del euro. Este panorama no está exento, sin embargo, de riesgos que pueden tener implicaciones para la economía española. En primer lugar, la mejora de las perspectivas de la actividad mundial ha venido acompañada de un incremento de la incertidumbre global relacionada con el resurgimiento de posiciones proteccionistas en el terreno comercial y en los movimientos migratorios. En segundo lugar, en otoño de 2016 se

¹ Véanse las *Proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo de 2017*.

produjo una elevación acusada de los tipos de interés en los plazos más largos en Estados Unidos que terminó trasladándose a los mercados europeos. Esta evolución parece reflejar tanto una revisión de las expectativas acerca del ritmo de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal como un repunte de las primas de riesgo por plazo e inflación, que se encontraban en niveles muy reducidos. En tercer lugar, las tasas de inflación mundiales están experimentando un proceso de aceleración vinculado, en su mayor parte, al incremento de los precios del petróleo y de otras materias primas. En principio, si los precios de estos productos se estabilizaran en sus niveles actuales, el repunte de la inflación que se ha producido desde finales de 2016 tendría un carácter transitorio y, por tanto, coherente con el mantenimiento de un tono acomodaticio de las políticas monetarias.

El nuevo entorno global puede afectar negativamente a la senda de recuperación proyectada para la economía española, dada la persistencia de ciertas vulnerabilidades.

La recuperación de la economía española puede verse perjudicada por este nuevo entorno global. Por un lado, la reducción del elevado endeudamiento exterior exige el mantenimiento de un superávit exterior, que se vería dificultado en un contexto de contracción de los flujos comerciales internacionales, de incremento de los precios del petróleo y de eventuales subidas adicionales de los tipos de interés. Además, el alto nivel de deuda pública y el sobreendeudamiento que todavía persiste en algunos ámbitos del sector privado suponen elementos de vulnerabilidad en caso de un tensionamiento en las condiciones de financiación. Por último, desde la perspectiva de la economía española, en el escenario central, en el que las presiones inflacionistas de los últimos meses comiencen a remitir conforme se agoten los movimientos pasados del precio de petróleo, resulta crucial que los precios internos y los salarios no acomoden el repunte transitorio del coste de la energía y de las materias primas. En este sentido, es preciso evitar que se disipen las ventajas competitivas acumuladas en los últimos años, que están resultando esenciales para favorecer la recuperación de la actividad y la creación de empleo.

En el contexto descrito, continúa siendo preciso afrontar algunos problemas estructurales de calado.

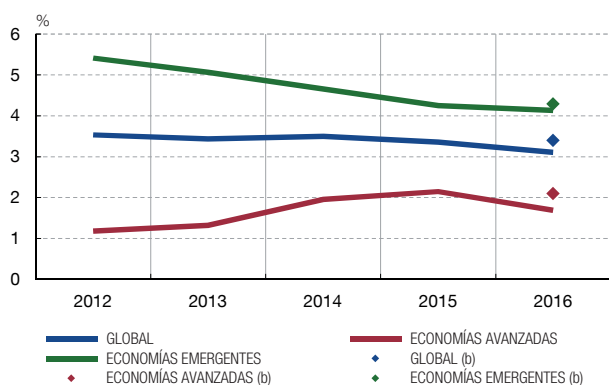
La preservación de una senda de recuperación sólida de la economía española a más largo plazo requiere hacer frente a varios retos de envergadura, como el desempleo de larga duración, el envejecimiento de la población, el elevado volumen de deuda pública y el reducido ritmo de crecimiento de la productividad total de los factores.

2 Evolución económica en 2016

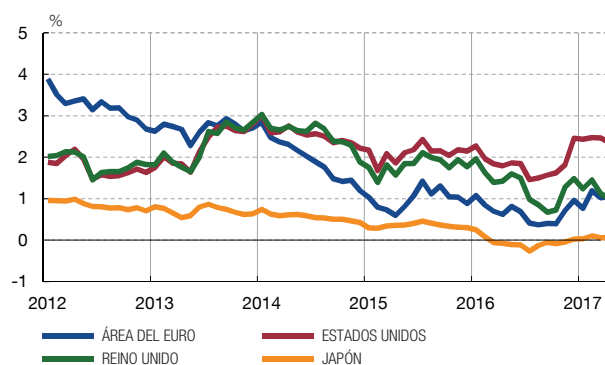
2.1 UN NUEVO ENTORNO MUNDIAL

El crecimiento de la economía mundial en 2016 volvió a ser inferior a lo esperado y la inflación fue repuntando a lo largo del año. El pasado año, la economía mundial creció un 3,1 %, una décima menos que en 2015 y también por debajo de lo anticipado al comienzo del ejercicio. Esta ligera desaceleración de la actividad fue consecuencia del menor dinamismo de las economías avanzadas, cuyo crecimiento se redujo casi medio punto porcentual, hasta situarse en el 1,7 %, como resultado principalmente del menor avance en Estados Unidos. Por su parte, el ritmo de expansión del producto de las economías emergentes se incrementó en una décima, hasta el 4,2 %, tras cinco años consecutivos de reducción. La inflación fue repuntando a lo largo del año en las economías avanzadas, reflejando el aumento de los precios del petróleo (que fue del 55 % en el conjunto de 2016), hasta alcanzar un 0,7 % en promedio, tras el 0,3 % en 2015. En cambio, en las economías emergentes la inflación se redujo en cinco décimas, hasta el 4,2 %, evolución que vino determinada por lo ocurrido en los países exportadores de materias primas, cuyas monedas dejaron de depreciarse y, por tanto, de inducir presiones inflacionistas (véase gráfico 1.1).

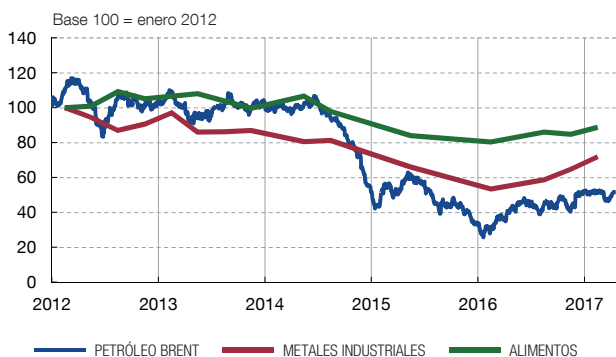
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)



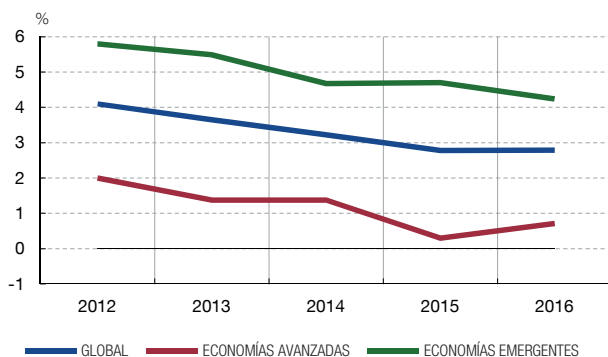
2 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS (c)



3 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



4 PRECIOS DE CONSUMO (d)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*) y Datastream.

- a Tasas de variación anual.
- b Previsiones procedentes del *Update WEO* de enero de 2016.
- c Bonos soberanos a diez años.
- d Tasa de variación interanual.



El panorama global se ha tornado más complejo, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. El desenlace del referéndum, celebrado en junio, sobre la salida del Reino Unido de la UE y el resultado de las elecciones en Estados Unidos, en noviembre, han venido a incidir en un panorama económico y financiero global complejo. En efecto, a la fragilidad de la recuperación de las economías avanzadas, a pesar de la mejora reciente, hay que añadir las dificultades de algunas economías emergentes para salir de la recesión por la que atraviesan, las muestras de debilidad del comercio internacional —más marcadas en la primera mitad del pasado año— y, sobre todo, las tensiones en el proceso de reequilibrio de la economía china.

En Estados Unidos se prevén cambios de orientación en las políticas económicas, lo que ha contribuido a la elevación de los tipos de interés a largo plazo. En Estados Unidos podrían tener lugar cambios de política económica potencialmente muy relevantes en diversos frentes, entre ellos en el ámbito fiscal, tras la llegada de la nueva Administración. Las posibles medidas incluyen, entre otras, una reforma de calado del impuesto sobre sociedades (que incorpora una rebaja significativa del tipo impositivo), una reducción de la imposición sobre la renta personal (más pronunciada para las bases más altas), un plan de infraestructuras, un aumento del gasto en defensa y la posibilidad de recortes compensadores de otras partidas de gasto. En este contexto, en los últimos meses los mercados

han comenzado a anticipar subidas más rápidas del tipo de interés oficial por parte de la Reserva Federal. El cambio esperado en la orientación de las políticas macroeconómicas en Estados Unidos ha contribuido a que, tras las elecciones de noviembre pasado, se produjera una elevación de los tipos de interés de largo plazo, que se fue trasladando a otras economías, incluyendo las europeas (véase gráfico 1.1).

Los intercambios comerciales y los movimientos de personas pueden verse dificultados por los posibles cambios en las políticas de Estados Unidos y por las consecuencias del brexit. En 2016 se ha observado un apoyo creciente en algunos países avanzados a políticas proteccionistas (véase recuadro 1.1). En este sentido, la nueva Administración estadounidense aboga por la introducción de algunos límites a los intercambios comerciales y los movimientos migratorios, y por una menor coordinación internacional de la regulación financiera. Asimismo, aunque la materialización de la salida del Reino Unido de la UE está sujeta a una elevada incertidumbre, muy posiblemente redundará en menores flujos comerciales y de trabajadores entre ambas áreas.

Se mantienen las dificultades en la corrección de los desequilibrios en la economía china, donde no se ha frenado el endeudamiento. En China, el sistema financiero experimentó, a principios de 2016, importantes turbulencias, que se trasladaron al conjunto de mercados mundiales, en un contexto de expectativas de depreciación del renminbi y de incertidumbre sobre los objetivos y los márgenes de actuación de las autoridades chinas en los ámbitos monetario y cambiario. En última instancia, estas tensiones reflejaron la complejidad de la transición desde un modelo de crecimiento basado en la inversión pública y las exportaciones hacia otro apoyado en el consumo de los hogares y la producción de servicios. En la etapa más reciente, el modelo hasta ahora vigente se había mantenido gracias a los estímulos fiscales y a unas condiciones de financiación extraordinariamente laxas, lo que ha dado lugar a la ampliación de los desequilibrios internos, principalmente en forma de un elevado endeudamiento del sector corporativo. Desde 2013, las autoridades chinas han impulsado una serie de reformas, entre las que destacan las dirigidas a liberalizar el sistema financiero y los movimientos de capitales frente al exterior. Desde entonces, las políticas macroeconómicas se enfrentan a un difícil equilibrio entre dos objetivos: el apoyo al crecimiento y la corrección de los desequilibrios macrofinancieros. Los estímulos fiscales introducidos en 2016 mitigaron la intensidad de la desaceleración —el PIB creció un 6,7 %, frente al 6,9 % en 2015—, pero frenaron en seco algunos de los ajustes en curso, volviéndose a registrar un notable aumento del crédito y de la deuda corporativa.

2.2 LA ECONOMÍA DEL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

En 2016 se prolongó la senda de crecimiento del área del euro, pese a la debilidad del comercio exterior y los crecientes riesgos geopolíticos. La actividad económica en la UEM mantuvo su senda de recuperación a pesar de un entorno exterior adverso, caracterizado por el debilitamiento del comercio global, especialmente en el primer semestre del año, y por los crecientes riesgos de naturaleza geopolítica. Estos últimos vinieron determinados por la persistencia de conflictos bélicos en algunos países cercanos, la amenaza del terrorismo de origen yihadista y, como se ha mencionado en el epígrafe anterior, el resultado de la consulta sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE, a los que se añadieron, en la última parte del año, las dudas sobre el rumbo de la política económica en Estados Unidos.

El ritmo de avance del PIB del área fue moderado, aunque relativamente intenso en términos de generación de empleo. El avance del producto continuó siendo muy dependiente del estímulo al gasto de familias y empresas procedente de la política monetaria

expansiva y de los bajos precios del petróleo, aunque las subidas registradas en la cotización del crudo hicieron que este último factor perdiera empuje a lo largo del año. La generación de empleo mostró una cierta mejoría, acelerándose tres décimas, hasta el 1,3 %, en un contexto de escaso dinamismo de los salarios, mientras que, por el contrario, la inversión mantuvo un crecimiento relativamente modesto, dadas las favorables condiciones financieras. El crecimiento del PIB fue del 1,7 % en el conjunto del año, ligeramente inferior al alcanzado en 2015 (1,9 %).

El desempleo estructural, el endeudamiento y la situación del sistema financiero son factores que limitan el crecimiento. Existen varios elementos que explican la fragilidad de la actual fase de recuperación del área del euro. Entre las causas de naturaleza más estructural, en buena parte comunes a otras economías avanzadas, destacan los efectos de una demografía adversa —que está dando lugar a una desaceleración significativa del crecimiento de la población en edad de trabajar y favoreciendo una mayor brecha entre ahorro e inversión— y la ralentización del progreso tecnológico, que se ve reflejada en un ritmo moderado de avance de la productividad total de los factores. Además, en el contexto específico del área del euro, la recuperación económica se está viendo dificultada por los elevados niveles de desempleo estructural, como muestran las altas tasas de paro de larga duración en algunas economías, por el notable endeudamiento público y privado acumulado durante la etapa de crisis en un número relevante de países miembros y por las debilidades que todavía persisten en el sector bancario, afectado por un nivel de rentabilidad reducido, la acumulación de activos dudosos en sus balances y la recurrencia de algunos episodios de inestabilidad en las entidades más vulnerables. A todo ello se une el incremento de la incertidumbre política, ligado, en 2016, a la decisión de salida del Reino Unido de la Unión Europea y al referéndum italiano sobre una reforma constitucional y, en 2017, a los procesos electorales que están teniendo lugar en algunas de las mayores economías del área.

En la primera mitad del año pasado, la debilidad de la recuperación vino de la mano de tasas de inflación, tanto observadas como esperadas, muy moderadas. La debilidad de la demanda propició que se registraran tasas de crecimiento de los precios muy reducidas durante gran parte del año, en tanto que las expectativas de inflación, de acuerdo con los indicadores disponibles, continuaron reduciéndose en el primer semestre, hasta alcanzar mínimos históricos en el verano.

A principios de 2016, el Consejo de Gobierno del BCE intensificó el tono acomodaticio de su política monetaria mediante la aplicación de un conjunto de actuaciones convencionales y no convencionales. El Consejo de Gobierno adoptó en marzo un paquete de medidas para favorecer una relajación adicional de las condiciones financieras, estimular la provisión de crédito nuevo y, en definitiva, acelerar el retorno de la inflación a tasas más acordes con su objetivo de medio plazo. Así, en primer lugar, el Consejo redujo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) hasta el 0 %, y los de las facilidades de depósito y de crédito hasta el -0,4 % y el 0,25 %, respectivamente —niveles en los que han permanecido en todos los casos hasta la fecha de publicación de este Informe—. En segundo lugar, en el contexto del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), se aumentó el volumen mensual de adquisiciones de 60 mm a 80 mm de euros, manteniendo su extensión temporal hasta al menos marzo de 2017, y se incrementaron los límites de participación por emisión y emisor desde el 33 % hasta el 50 % para aquellos valores emitidos por organismos internacionales y bancos de desarrollo multilaterales. En tercer lugar, con el fin de reforzar la traslación de los efectos de las compras de activos a las condiciones financieras de la economía real, se anunció la puesta en marcha en junio de un nuevo programa de adquisición

de valores emitidos por sociedades no bancarias (CSPP, por sus siglas en inglés), que ha tenido un impacto muy favorable sobre los costes de financiación de este sector y ha contribuido a la reactivación del mercado primario de deuda corporativa y a redirigir el crédito bancario a otras empresas que no pueden acogerse directamente a este programa². En cuarto lugar, se lanzó una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a más largo plazo condicionadas a la expansión de la cartera de crédito (TLTRO II, por sus siglas en inglés), con un plazo de amortización fijo de cuatro años para cada una de ellas, al tipo de interés de las OPF —es decir, a tipo cero en sus niveles actuales—, con la posibilidad de aplicar un tipo de interés más reducido, comprendido entre el tipo de las OPF y el de la facilidad de depósito —por tanto, un tipo de interés negativo— para aquellas entidades que superasen un nivel de referencia determinado³.

A finales de 2016 se recalibró el programa de compras de activos, que fue extendido hasta diciembre de 2017. El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de diciembre, confirmó su decisión anterior de continuar adquiriendo valores en el marco del APP a un ritmo de 80 mm de euros mensuales, en términos netos, hasta marzo de 2017, al tiempo que anunció un nuevo conjunto de medidas, entre las que destacó la extensión del programa durante al menos nueve meses más, hasta diciembre de este año, por una cuantía mensual de 60 mm de euros (véase gráfico 1.2).

La ausencia de señales de una convergencia sostenida de la inflación hacia la referencia de medio plazo del 2% y la prevalencia de riesgos a la baja sobre el crecimiento justificaron la continuidad del programa de compra de activos. Aunque el incremento de los precios de las materias primas provocó, a partir del verano, un repunte del índice general de precios hasta situarse en el 1,9% en abril de 2017, la inflación subyacente se ha mantenido, por el momento, ajena a este cambio de tendencia, al no haberse manifestado efectos indirectos sobre otros precios derivados del alza del precio del crudo. En el ámbito de los costes, el grado de holgura que prevalece en el mercado de trabajo, donde la tasa de paro aún se sitúa en el entorno del 10%, unos 2,5 puntos porcentuales (pp) por debajo de su máximo alcanzado durante la crisis, sugiere que la actual tónica de moderación salarial podría persistir incluso en las economías —como la alemana— en las que se observa una menor tasa de desempleo, sin que se detecten por ahora efectos de segunda vuelta apreciables sobre los salarios como consecuencia del repunte del precio del crudo.

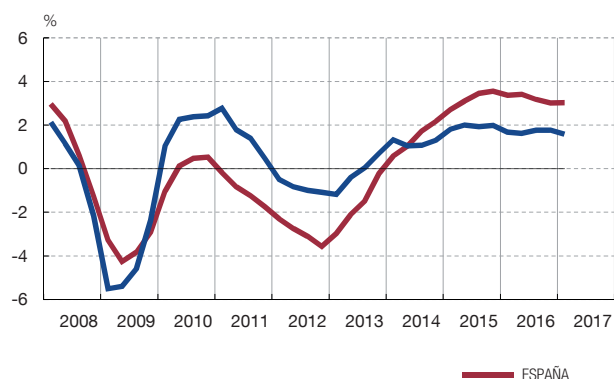
Las previsiones apuntan al mantenimiento a medio plazo de tasas moderadas de expansión de la actividad y a una convergencia lenta de la inflación hacia el objetivo de estabilidad de precios de medio plazo de la política monetaria. La recuperación en el área del euro sigue siendo aún muy dependiente del apoyo que le presta la política monetaria, que, según algunas estimaciones⁴, explicaría hasta 1,7 pp y 1,5 pp del crecimiento acumulado del PIB y del IAPC, respectivamente, entre 2016 y 2019. Aun así, la senda de avance prevista para el PIB recoge tasas moderadas, similares a las de 2016.

2 *Making room for the needy: The effects of the Eurosystem's Corporate Sector Purchase Programme*, de Ó. Arce, R. Gimeno y S. Mayordomo, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación, realiza un análisis de los efectos de este programa del Eurosistema sobre las condiciones de financiación de las empresas españolas.

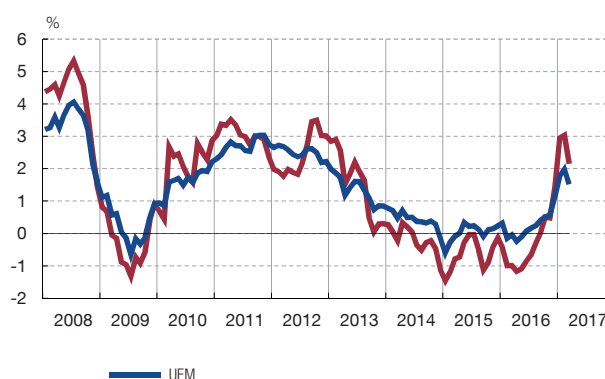
3 En concreto, para beneficiarse de los tipos de interés más reducidos, las entidades deben aumentar su cartera de préstamos elegibles (esto es, los otorgados al sector privado no financiero, excluidos los concedidos a las familias para la compra de vivienda) entre el 31 de enero de 2016 y el 31 de enero de 2018 (o, si redujeron su financiación computable en el año previo al 31 de enero de 2016, disminuirlo como máximo en esa misma magnitud en el siguiente bienio).

4 Estas estimaciones están basadas en una actualización de las publicadas en el [capítulo 3 del Informe Anual, 2015](#), del Banco de España.

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)



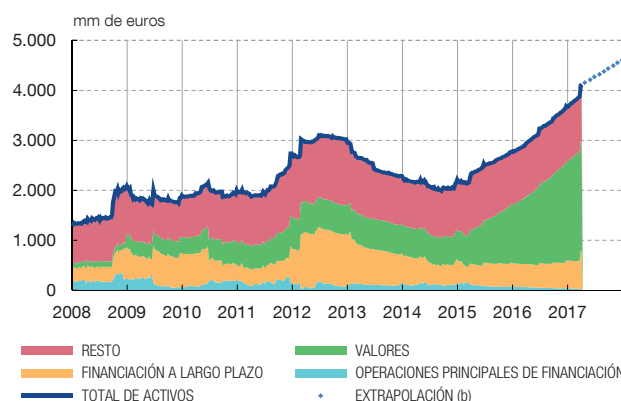
2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA LA UEM DERIVADAS DE LOS SWAPS DE INFLACIÓN



4 BALANCE DEL EUROSISTEMA



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Tasas de variación interanual sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB y sobre las series originales en los índices de precios de consumo.
 b Para la extrapolación, el último valor observado del balance se incrementa mensualmente considerando las adquisiciones de valores previstas en el Programa Expandido de Compra de Activos, manteniendo el ritmo observado de reducción de la cartera de valores de los programas inactivos (SMP, CBPP y CBPP2).

Descargar

En el ámbito de los precios, se espera que la inflación revierta por debajo del 2 % en la segunda mitad de 2017, bajo el supuesto de que los precios del petróleo y otras materias primas se estabilizan en torno a sus niveles actuales y de que las alzas recientes no dan lugar a repuntes significativos en otros precios o en los salarios. Los potenciales riesgos a la baja a los que estas proyecciones de inflación están sometidas habrían comenzado a equilibrarse parcialmente, en línea con el repunte de las diferentes medidas de las expectativas de inflación procedentes de los mercados que se ha venido observando desde el otoño de 2016 (véase gráfico 1.2).

2.3 LA CONSOLIDACIÓN DE LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En 2016, la economía española mostró un crecimiento mayor que el previsto al final del año anterior. La economía española prolongó durante el ejercicio pasado la trayectoria expansiva que comenzó en la segunda mitad de 2013, con un crecimiento del producto que, en el conjunto del año, ascendió al 3,2 %, tasa coincidente con la registrada en 2015. La actividad mantuvo un perfil estable a lo largo del año, tendencia que se ha prolongado en el tramo inicial de 2017. Además, como viene sucediendo en los últimos años, la evolución observada durante 2016 fue más favorable de lo anticipado durante el ejercicio previo, a pesar de la incertidumbre política que prevaleció en el ámbito interno

durante la mayor parte del ejercicio⁵. En concreto, el PIB creció en 2016 0,5 pp más de lo proyectado a finales de 2015⁶, si bien los distintos componentes de la demanda final tuvieron, en general, un comportamiento menos expansivo de lo previsto, con las excepciones del consumo público y el turismo, en tanto que las importaciones crecieron significativamente menos de lo esperado. En la sección 2.3.1 se analizan los factores que contribuyen a explicar el buen comportamiento de la actividad durante la fase de recuperación. Posteriormente, en la sección 2.3.2 se revisan en detalle los principales aspectos de la evolución de la economía española en 2016.

2.3.1 Los factores explicativos de la actual fase expansiva

La intensidad de la actual recuperación se debe, en parte, al impacto de algunos factores de naturaleza predominantemente transitoria, como la orientación expansiva de las políticas de demanda y el retroceso del precio del petróleo. La intensidad de la recuperación en el trienio 2014-2016 ha sido más intensa de lo esperado. Si se comparan las proyecciones para ese período que el Banco de España realizó en la primavera de 2014, cuando la recuperación estaba comenzando a asentarse, con los datos finalmente observados, se comprueba que el PIB ha crecido, en términos acumulados, 3,2 pp más de lo proyectado entonces⁷. En parte, esta desviación se explica por un conjunto de factores, de naturaleza muy diversa, que se caracterizan por un cierto grado de transitoriedad. Estos elementos incluyen una orientación de las políticas de demanda (fiscal y monetaria) claramente más expansiva que la proyectada en aquel momento, así como una senda notablemente inferior de precios del petróleo. Frente a estos impulsos favorables a la actividad, los mercados de exportación de España han mostrado un comportamiento menos dinámico de lo esperado hace casi tres años. En el recuadro 1.2, se presenta una estimación del efecto conjunto de todos estos factores sobre el crecimiento del PIB, que, en términos acumulados, ascendería a 2,2 pp, de modo que su efecto conjunto explicaría algo más de dos terceras partes del error de previsión de 3,2 pp cometido en las proyecciones de mediados de 2014 para ese período 2014-2016.

Estos factores, junto con otros elementos de carácter más permanente, explican el mayor crecimiento en relación con el conjunto del área del euro. Además, como se desarrolla en el recuadro 1.2, el impacto de estos factores transitorios habría sido mayor en España que en el conjunto del área del euro, lo que, unido a otros de carácter más permanente, explicaría el mayor crecimiento del PIB español frente al de la UEM en el período considerado. Por lo que respecta a los factores con un impacto más duradero, asociados en parte a la aplicación previa de distintas reformas, cabe destacar el rol desempeñado por el restablecimiento de la competitividad en relación con el área del euro, en términos de costes laborales y financieros. Este desarrollo explicaría en buena medida la secuencia de la recuperación, caracterizada inicialmente por el dinamismo de las exportaciones, al que más tarde se sumaron los componentes de la demanda nacional, tal y como se analizó con detalle en el capítulo 2 del *Informe Anual, 2015*.

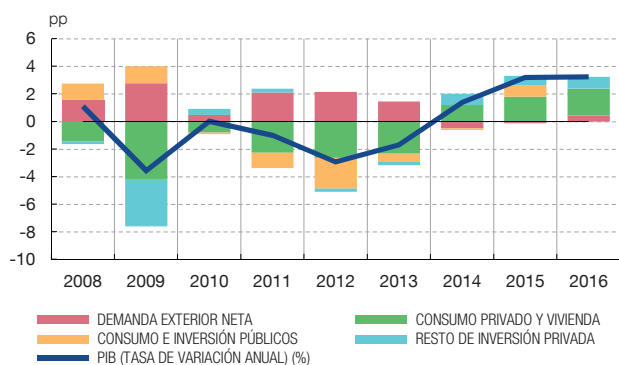
Las mejoras de competitividad de precios y costes han ayudado simultáneamente a impulsar el crecimiento del producto y a alcanzar un superávit exterior. Desde el

5 Para una cuantificación del impacto de esas incertidumbres, véase M. Gil, J. Pérez y A. Urtasun (2017), «*Incertidumbre macroeconómica: medición e impacto sobre la economía española*», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

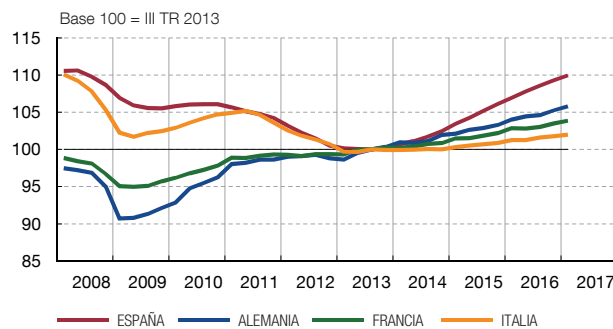
6 Véase el «*Informe trimestral de la economía española*», *Boletín Económico*, diciembre 2015, Banco de España.

7 La elección como punto de origen de la contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de previsión del Eurosistema de junio de 2014 se justifica porque esas fueron las primeras proyecciones en las que el horizonte temporal incluyó el año 2016. Ello implica que no se considere el período completo de la recuperación, pues esta se había iniciado varios trimestres antes. Sin embargo, la etapa de crecimiento se encontraba todavía en estadios relativamente iniciales.

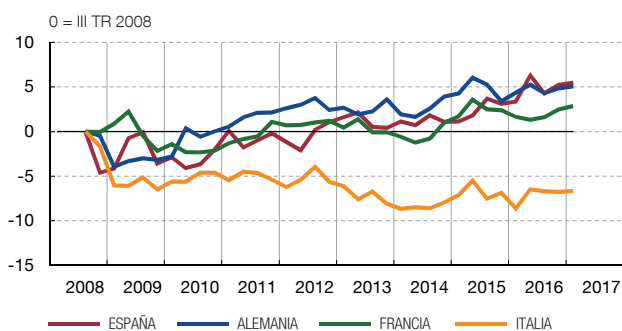
1 PIB, COMPONENTES DE LA DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR
Tasas de variación anual y aportaciones al crecimiento



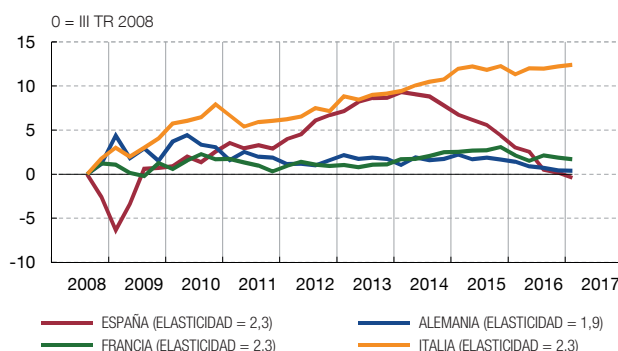
2 EVOLUCIÓN DEL PIB
Niveles en términos reales



3 CRECIMIENTO ACUMULADO DE LAS EXPORTACIONES RELATIVO
AL CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS DE EXPORTACIÓN (a)



4 CRECIMIENTO ACUMULADO DE LAS IMPORTACIONES RELATIVO
AL CRECIMIENTO ESTIMADO CON LA DEMANDA FINAL (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a La línea correspondiente a cada país representa la diferencia entre la variación acumulada de sus exportaciones de bienes y servicios y el crecimiento acumulado de los mercados exteriores a los que van dirigidas.
- b La línea correspondiente a cada país representa la diferencia entre la variación acumulada de sus importaciones en términos acumulados y el crecimiento que resultaría según la relación histórica entre las importaciones y la demanda final (que constituye su variable de escala). En la leyenda se indica, detrás del nombre de cada país, el valor correspondiente a la elasticidad.

Descargar

inicio de la recuperación, en 2013, el crecimiento del PIB español ha superado al de cualquiera de las tres economías de mayor tamaño del área del euro (véase el panel 2 del gráfico 1.3). Desde el punto de vista de las contribuciones de los distintos componentes de demanda, esto se debe, principalmente, a la recuperación de la demanda interna, pero también a la evolución más favorable de la demanda exterior neta en el caso de la economía española. En concreto, si se compara el aumento de las exportaciones de cada uno de los cuatro países en ese período con los de sus respectivos mercados exteriores, el mayor avance se ha producido en España (véase el panel 3 del gráfico 1.3). En la vertiente de las compras al exterior, las importaciones españolas habrían crecido desde finales de 2013 unos 8 pp menos de lo que dictaría su relación histórica con la demanda final, algo que no se observa en los restantes países de la muestra y que podría ser indicativo de la puesta en marcha de un cierto proceso de sustitución de importaciones en estos últimos años, que estaría vinculado a las ganancias de competitividad (véase el panel 4 del gráfico 1.3)⁸.

⁸ Esta brecha entre las importaciones observadas y las predichas en función del crecimiento de la demanda final se mantiene cuando en la construcción de esta última variable se permiten ponderaciones distintas de sus diferentes componentes en función de su respectivo contenido importador.

En 2016, las condiciones financieras siguieron apoyando el gasto privado. En términos de los tipos nominales aplicados por las entidades a sus operaciones crediticias, se observaron descensos adicionales en la mayoría de los segmentos, aunque menos pronunciados que en los años precedentes (véase gráfico 1.4). También mejoraron, hasta el otoño, las condiciones de captación de fondos en los mercados mayoristas, que se vieron favorecidas por la ampliación, a partir de junio, del programa de compra de activos del Banco Central Europeo a la deuda corporativa, lo que contribuyó, en el caso de las grandes empresas, a una cierta sustitución de crédito bancario por valores de renta fija, dada la evolución relativa del coste de ambos mecanismos de financiación, como se analiza en detalle en el capítulo 2 de este Informe⁹. Adicionalmente, la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) y la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) recogen una mejoría en el acceso al crédito tanto para el sector de hogares como para el de empresas¹⁰.

Las condiciones financieras benignas favorecieron el avance de los nuevos créditos de hogares y empresas y del gasto privado. En la segunda mitad del año, no obstante, se observó una cierta desaceleración de la actividad crediticia, vinculada con factores de demanda y, en el caso particular de las grandes empresas, como se ha señalado anteriormente, con su mayor preferencia por financiarse con valores de renta fija¹¹. En todo caso, el avance de los nuevos flujos de financiación externa permitió que la contracción del saldo vivo de deuda de hogares y empresas se moderase progresivamente a lo largo del año (véase gráfico 1.4). La reducción de las deudas, unida al avance de las rentas y a la moderación de los costes medios de financiación, se tradujo en una nueva disminución de los ratios de endeudamiento y carga financiera de ambos sectores.

La financiación recibida por las entidades crediticias experimentó mejoras adicionales. A lo largo del año, las entidades de crédito percibieron una mejoría de las condiciones de acceso a los mercados de financiación mayorista y una situación estable por lo que respecta a los minoristas. Esta evolución se vio favorecida por las actuaciones de la política monetaria. Así, de acuerdo con las respuestas de las entidades a la EPB, la liquidez obtenida a través de los programas de compra de activos y las TLTRO contribuyeron a mejorar su situación financiera, en términos de condiciones de financiación, liquidez y rentabilidad. De acuerdo con esta misma fuente, las citadas medidas monetarias habrían contribuido a relajar las condiciones de los préstamos concedidos a familias y, en mayor medida, a las empresas¹².

El gasto de los hogares mantuvo un dinamismo elevado, favorecido por el fuerte ritmo de creación de empleo. El gasto de los hogares en bienes y servicios de consumo mantuvo un tono expansivo en 2016, al avanzar un 3,2 %, tres décimas por encima del

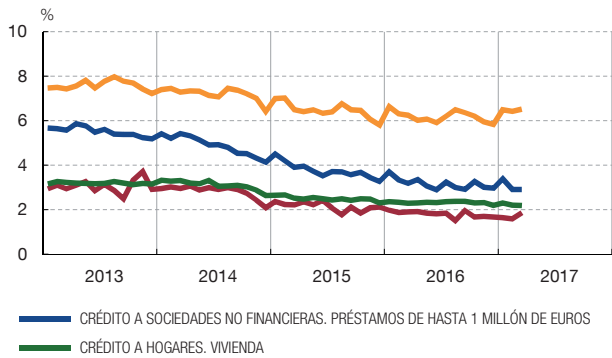
9 Véanse S. Mayordomo (2016), «El programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema y su efecto sobre la financiación ajena de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

10 Para más detalle, véanse Á. Menéndez (2017), «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2017», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España, y el recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, junio de 2016, Banco de España.

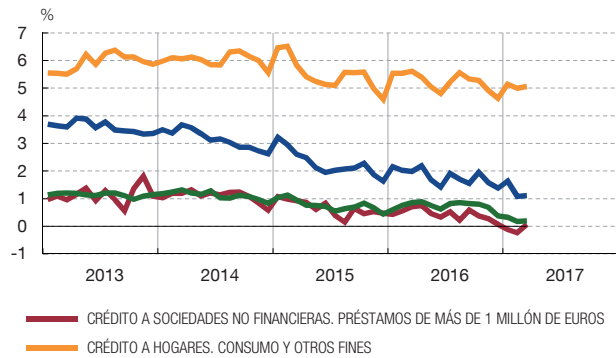
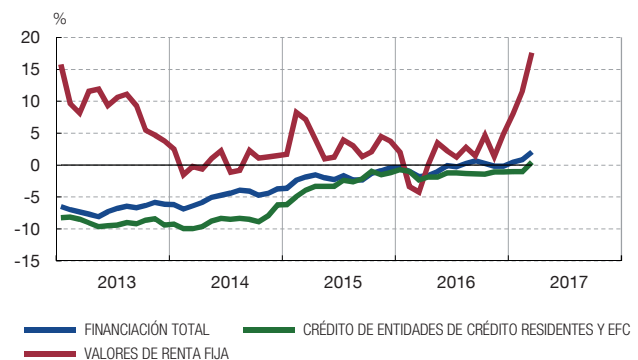
11 Para mayor detalle sobre el proceso reciente de desintermediación de la financiación de las empresas no financieras españolas, véase el capítulo 2.

12 En particular, las sociedades no financieras de menor tamaño, que apenas tienen la posibilidad de recurrir a la emisión de valores de renta fija, indicaron en sus respuestas a la SAFE que su acceso al crédito mejoró a lo largo del año, sin que este factor sea percibido como un problema para el desarrollo de su actividad.

1 TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO BANCARIO. ESPAÑA



2 TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO BANCARIO REALES (a). ESPAÑA

3 FINANCIACIÓN A LOS HOGARES
Tasas de variación interanual4 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (b)
Tasas de variación interanual

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Los tipos de interés reales se han calculado restando a los tipos de interés nominales las expectativas de inflación a distintos horizontes obtenidas de los *swaps* de inflación para España. Para el crédito a la vivienda se han usado las correspondientes a quince años; a cinco años, para el destinado a consumo y otros fines; y a diez años, para los préstamos a sociedades no financieras.
- b Incluye préstamos concedidos por entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito, valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras y sus filiales residentes y los préstamos procedentes del exterior.

 Descargar

registro de 2015 (véase cuadro 1.1). Como en el año anterior, el consumo privado se vio impulsado por el dinamismo del proceso de creación de empleo, en un contexto de mantenimiento de la moderación de las retribuciones nominales (véase gráfico 1.5)¹³. En el tramo final de 2016 y en la fase inicial de 2017 se mantuvo la fortaleza del consumo privado, sin que el impacto negativo derivado de la reducción de la capacidad de compra de los hogares inducida por la subida del precio del petróleo haya sido, por el momento, significativo. Por otro lado, parecen percibirse indicios de un progresivo agotamiento del intenso repunte del gasto en bienes duraderos que se observó durante las etapas iniciales de la recuperación¹⁴.

La mejora de la posición financiera de las familias y el descenso de su carga financiera también apoyaron el dinamismo del gasto de los hogares. La prolongación de la

13 La evidencia disponible, a partir tanto de funciones agregadas de consumo como de datos microeconómicos, indica que la propensión marginal a consumir una unidad adicional de renta procedente de un aumento del empleo es mayor que cuando tiene su origen en un incremento de salarios reales, ya que las rentas laborales procedentes del empleo señalizan en mayor medida un aumento de la renta permanente (véase capítulo 2, *Informe Anual, 2015*, Banco de España).

14 En este sentido apuntan los datos de matriculaciones de vehículos privados.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Demanda y producto (b)						
Producto interior bruto	-1,0	-2,9	-1,7	1,4	3,2	3,2
Consumo privado	-2,4	-3,5	-3,1	1,6	2,9	3,2
Consumo público	-0,3	-4,7	-2,1	-0,3	2,0	0,8
Formación bruta de capital	-7,2	-9,5	-4,6	5,4	6,5	3,8
Inversión en equipo	0,8	-6,2	4,9	8,1	8,8	5,0
Inversión en construcción	-11,7	-12,3	-8,6	1,2	4,9	1,9
Vivienda	-13,3	-10,3	-10,2	6,2	3,1	3,7
Otras construcciones	-10,2	-13,9	-7,3	-2,6	6,4	0,4
Exportación de bienes y servicios	7,4	1,1	4,3	4,2	4,9	4,4
Importación de bienes y servicios	-0,8	-6,4	-0,5	6,5	5,6	3,3
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB	-3,1	-5,1	-3,2	1,9	3,3	2,8
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB	2,1	2,2	1,5	-0,5	-0,1	0,5
Empleo, salarios, costes y precios (c)						
Empleo total	-2,8	-4,8	-3,4	1,1	3,0	2,9
Tasa de ocupación (d)						
Tasa de paro	21,4	24,8	26,1	24,4	22,1	19,6
Remuneración por asalariado	0,9	-0,6	1,4	0,0	0,4	0,0
Productividad aparente del trabajo	1,8	2,0	1,8	0,3	0,2	0,4
Costes laborales unitarios	-0,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	-0,4
Deflactor del PIB	0,0	0,1	0,4	-0,3	0,5	0,3
Índice de precios de consumo (fin de período)	2,4	2,9	0,3	-1,0	0,0	1,6
Índice de precios de consumo (media anual)	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,2
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	0,3	-0,1	0,2	-0,6	-0,7	-0,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación y saldo financiero (e)						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes						
Administraciones Públicas	-9,6	-10,5	-7,0	-6,0	-5,1	-4,5
Administraciones Públicas (sin ayudas a instituciones financieras)	-9,3	-6,8	-6,7	-5,9	-5,1	-4,3
Hogares e ISFLSH	2,6	2,2	4,0	3,2	2,5	1,9
Empresas	4,1	8,3	5,1	4,2	4,6	4,7
Instituciones financieras	2,1	6,9	2,2	2,3	1,7	1,9
Sociedades no financieras	2,1	1,4	2,9	1,9	2,8	2,8
Posición de inversión internacional neta	-91,9	-89,9	-94,3	-97,5	-91,3	-85,7
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	69,5	85,7	95,4	100,4	99,8	99,4
Indicadores monetarios y financieros (f)						
Tipo de intervención semanal del BCE	1,3	0,9	0,5	0,2	0,1	0,0
Tipo de la deuda pública a diez años	5,4	5,8	4,6	2,7	1,7	1,4
Tipo sintético del crédito bancario	4,1	4,1	4,1	3,8	2,9	2,7
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	971,8	767,5	879,8	1.066,6	1.080,5	879,2
Tipo de cambio dólar/euro	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	101,6	100,2	101,5	101,5	99,3	99,9
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	113,8	107,3	106,9	105,9	103,3	102,7
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	111,6	106,5	104,7	103,7	103,7	102,6
Financiación total de las familias	-2,4	-3,8	-5,2	-3,6	-2,1	-2,0
Financiación total de las empresas no financieras	-2,0	-6,4	-6,1	-3,7	-0,4	-0,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado, AMECO y Banco de España.

a Los datos de la Contabilidad Nacional de España corresponden a la base 2010.

b Índices de volumen. Tasas de variación anual.

c Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.

d Tasa de ocupación (16-64 años).

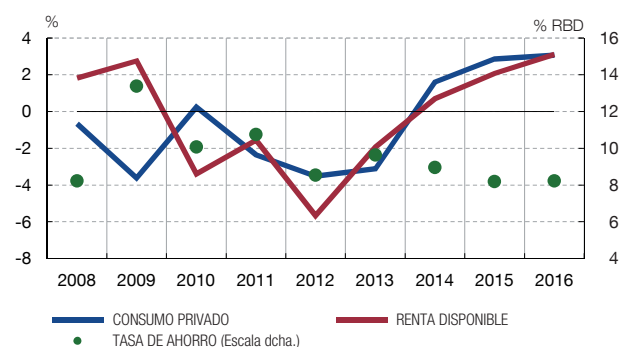
e Niveles en porcentajes del PIB.

f Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los pasivos financieros.

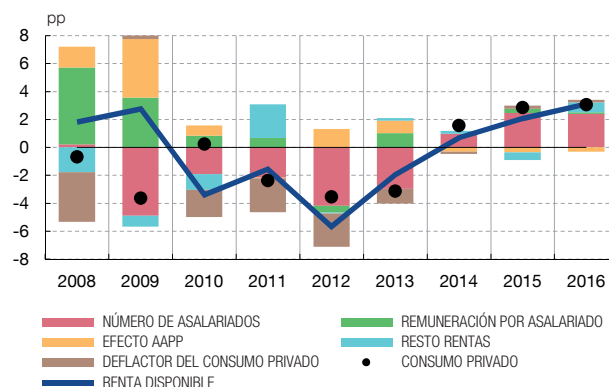
g Base 100 = I TR 1999.

h Base 100 = I TR 1999. Medidos con costes laborales unitarios.

1 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y DE LA RENTA DISPONIBLE
Tasas de variación anuales en términos reales



2 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y DE LA RENTA DISPONIBLE
Contribuciones a la tasa de variación anual en términos reales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



disminución de los tipos de interés tuvo también un impacto favorable sobre el consumo, en la medida en que la propensión marginal a consumir de los ahorradores netos es presumiblemente inferior a la de los agentes deudores, dado que es más probable que estos últimos estén sometidos a restricciones de liquidez. Además, el incremento del valor de la riqueza total de las familias, que fue del 3,5 % y se hizo extensivo tanto a su componente real como al financiero, así como la reducción de la carga financiera y del endeudamiento (de 0,4 pp y 4,9 pp, respectivamente, en relación con su renta bruta disponible), contribuyeron al dinamismo del consumo privado.

El sector hogares continuó financiando a la economía en términos netos. El consumo de las familias avanzó algo más intensamente que sus rentas, de modo que la proporción de estas destinada al ahorro descendió en 0,5 pp, hasta el 7,7 %. La inversión residencial experimentó un crecimiento moderado, similar al observado en 2015, lo que permitió que el ahorro de los hogares siguiera excediendo el total de su gasto. En concreto, la capacidad de financiación de los hogares se situó en el 1,9 % del PIB, algo por debajo de la media observada desde el inicio de la crisis. En el presente ejercicio, en un contexto de menor expansión de las rentas reales, el mantenimiento de ritmos de avance del gasto relativamente elevados requerirá que la tasa de ahorro y la capacidad de financiación de los hogares experimenten un cierto descenso adicional.

La elevada generación de rentas de las sociedades no financieras apoyó su gasto en inversión. La inversión empresarial mostró en 2016 un vigor algo inferior al registrado un año antes, con un crecimiento estimado cercano al 6%¹⁵, en un contexto de expansión de la demanda final y del grado de utilización de la capacidad productiva. Además, como se desarrolla en el capítulo 2 de este Informe, los factores financieros han seguido desempeñando un papel muy relevante a la hora de explicar el avance de este agregado. En particular, este se ha visto favorecido por el dinamismo que siguieron mostrando las rentas de las sociedades no financieras, apoyadas en el notable crecimiento del excedente bruto de explotación, a su vez relacionado con la moderación de los gastos de personal, el reduci-

15 La inversión de las sociedades no financieras en términos reales no es una magnitud proporcionada por la Contabilidad Nacional, por lo que ha de ser estimada a partir de la información disponible para el gasto en inversión realizado por ese sector en términos nominales y para los deflatores de los distintos componentes de la formación bruta de capital.

do nivel del precio del petróleo y la disminución de los gastos financieros previamente comentada. Asimismo, el saneamiento de los balances empresariales ha facilitado la captación de financiación externa¹⁶.

La disponibilidad y el coste de la financiación ajena favorecieron también la inversión empresarial. El conjunto de financiación recibida por las empresas no financieras mostró tasas de variación cada vez menos negativas. En paralelo, se observó un fortalecimiento de la posición financiera del sector, plasmada en una reducción de sus ratios de endeudamiento y de carga financiera. El trasfondo de solidez en la generación de fondos propios, disponibilidad de financiación ajena a bajo coste y mejora de la posición patrimonial de las empresas mitigó los posibles efectos contractivos derivados de la incertidumbre acerca del curso de las políticas económicas que prevaleció durante la mayor parte del ejercicio. Un año más, como viene ocurriendo desde el inicio de la crisis, el conjunto de sociedades no financieras registró, en términos netos, capacidad de financiación, en línea con el proceso de desendeudamiento neto¹⁷. En 2016, el saldo excedentario del sector ascendió al 2,8 % del PIB, al igual que un año antes, con repuntes de siete décimas tanto de la ratio de ahorro como de la de inversión.

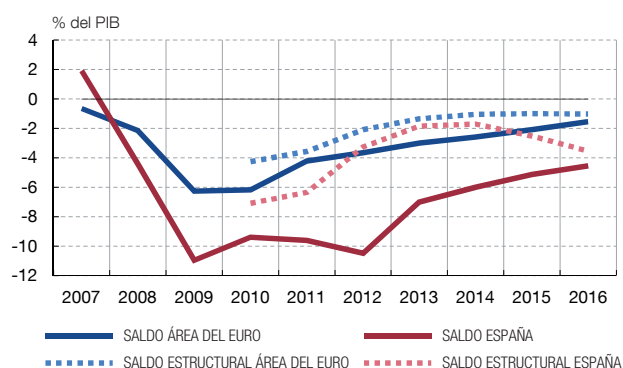
La política fiscal mantuvo, como en el ejercicio 2015, un tono expansivo, si bien el crecimiento económico permitió que la ratio de deuda sobre el PIB descendiera ligeramente. El consumo público creció un 0,8 % en términos reales en 2016, 1,2 pp menos que un año antes. A diferencia de los sectores privados de la economía, los recursos de las Administraciones Públicas fueron insuficientes para financiar su gasto, dando lugar a un déficit del 4,5 % del PIB, 0,6 pp inferior al registrado en 2015 (véase gráfico 1.6). En particular, se observaron retrocesos tanto de la ratio de ingresos públicos como, en mayor medida, de la ratio de gasto. En el primer caso, se debió, sobre todo, al impacto de la reforma de la imposición directa, mientras que, en el segundo, destacó la disminución, en porcentaje del PIB, del consumo público, tanto del componente de compras como de la remuneración de asalariados. A la disminución de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas, como proporción del PIB, contribuyeron tanto el menor desahorro público como el descenso de la ratio de inversión pública. Ello se debió exclusivamente a la mejora cíclica de la economía, mientras que el déficit público primario estructural, que mide la orientación de la política fiscal, empeoró, de acuerdo con las estimaciones más recientes de la Comisión Europea, en 1,3 pp, deterioro superior en una décima al observado un año antes. De este modo, en 2016 la política presupuestaria mantuvo, por segundo año consecutivo, un tono expansivo. En términos del déficit estructural total, el empeoramiento fue de 1,8 pp en el bienio 2015-2016, hasta alcanzar un nivel del 3,5 % del PIB, que es el más elevado desde 2011 (véase gráfico 1.6). Por su parte, el fuerte ritmo de avance del producto permitió compensar con creces los efectos del todavía elevado déficit sobre la ratio de la deuda pública sobre el PIB, de modo que esta registró una ligera reducción, hasta el 99,4 % (0,4 pp menos que en 2015).

La mejora cíclica y de la carga de intereses facilitó el cumplimiento del objetivo de déficit público, que había sido revisado al alza por las autoridades europeas en agosto. El déficit observado fue inferior en una décima al nuevo objetivo del 4,6 % del PIB marcado por el Consejo Europeo en el mes de agosto en el contexto del Procedimiento

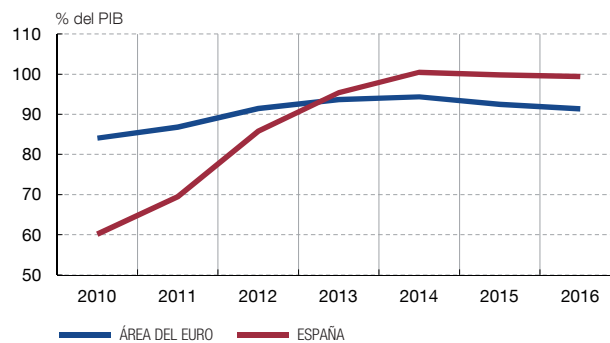
¹⁶ Véase el recuadro 2.2 en el capítulo 2 de este Informe Anual.

¹⁷ Véase el capítulo 2 de este Informe.

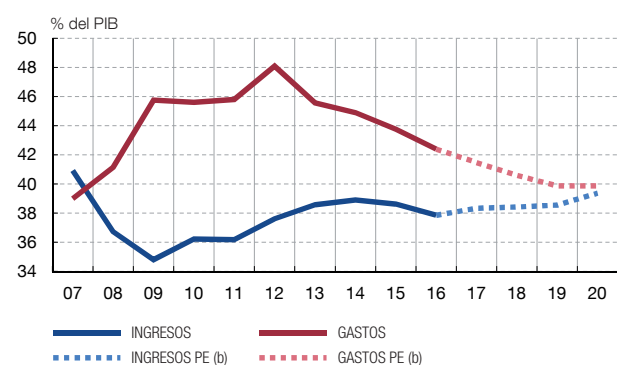
1 SALDO OBSERVADO Y SALDO ESTRUCTURAL (a)



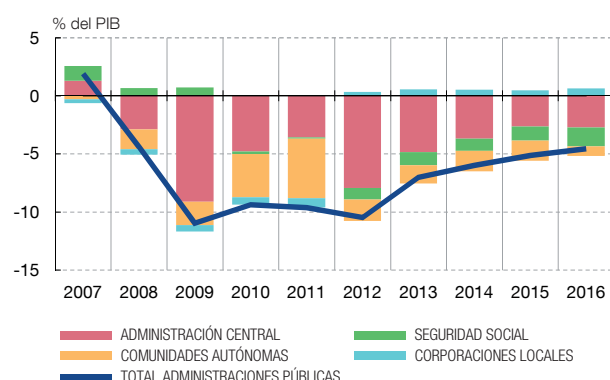
2 DEUDA PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)



3 INGRESOS Y GASTOS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



4 SALDO ADMINISTRACIONES PÚBLICAS POR SUBSECTORES



FUENTES: AMECO y Banco de España.

- a Es el saldo observado, ajustado del ciclo y neto de medidas transitorias.
- b Proyecciones del Programa de Estabilidad (PE).



de Déficit Excesivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento¹⁸. La relajación de la meta presupuestaria, desde el 2,8 % del PIB inicial, permitió acomodar las desviaciones que se anticipaban, en particular en el ámbito de los ingresos públicos. El Consejo Europeo solicitó que se adoptaran las medidas necesarias en caso de que se detectaran riesgos de incumplimiento con respecto al nuevo objetivo, lo que llevó a la aprobación de algunas medidas correctivas, como la reinstauración de las cuantías mínimas en los pagos a cuenta del impuesto de sociedades. Por subsectores, la reducción del déficit agregado se debió principalmente al ajuste de 0,9 pp del PIB en las CCAA, dados el deterioro en 0,1 pp del déficit de la Administración Central y de la Seguridad Social y el aumento de esa misma magnitud del superávit de las CCLL (véase panel inferior derecho del gráfico 1.6).

Las exportaciones mantuvieron una notable fortaleza, destacando el comportamiento muy positivo del turismo. Las ventas exteriores de bienes y servicios avanzaron en 2016 un 4,4 %, cinco décimas menos que en el año previo. La desaceleración fue menos marcada, no obstante, que la observada en el crecimiento de los mercados exteriores, que avanzaron 1,6 pp menos que en 2015. El buen comportamiento de las

18 Si se excluyeran las ayudas al sector de instituciones financieras, el déficit habría sido del 4,3 % del PIB.

ventas exteriores de la economía española en el pasado ejercicio se ve subrayado, además, si se tiene en cuenta que el aumento de esta variable en el conjunto del área del euro fue tan solo del 2,7 %. El capítulo 3 de este *Informe Anual* desarrolla el análisis de los factores que subyacen a esta evolución favorable de las exportaciones de la economía española. Entre las distintas rúbricas de este agregado, destaca el comportamiento del turismo receptor, sector muy intensivo en mano de obra, cuya fortaleza en 2016 reflejó una variedad de factores de distinta naturaleza. Estos incluyen algunos con un cierto grado de transitoriedad, como la pujanza de algunos mercados emisores tradicionales —y, en particular, la escasa incidencia inicial de la depreciación de la libra sobre el mercado británico—, el auge de los turistas procedentes de mercados con una menor implantación hasta el momento (como Asia o Latinoamérica) o los problemas de seguridad en determinados destinos alternativos, junto con otros elementos más persistentes, como las mejoras de la competitividad-precio del sector turístico nacional, factor este último que explicaría en torno a un tercio del crecimiento total de las exportaciones turísticas en 2016¹⁹.

El rasgo más destacado de la evolución del sector exterior vino dado por la moderación en el ritmo de avance de las importaciones. Las compras procedentes del exterior crecieron un 3,3 %, tasa muy reducida si se tiene en cuenta que coincide aproximadamente con el ritmo de avance de la demanda final y que, habitualmente, los valores de las elasticidades estimadas de la primera de estas variables a la segunda suelen situarse en torno a 2. En la sección 4.2 del capítulo 3 de este Informe se proporciona evidencia de que el grueso de la moderación en el crecimiento de las compras al exterior tiene su origen en las importaciones de bienes intermedios no energéticos, cuyo peso en la producción total ha caído de forma significativa en varios sectores manufactureros, como el de la automoción. Este fenómeno se ve refrendado por la evidencia en el ámbito microeconómico que ilustra que las empresas españolas presentan porcentajes cada vez menores de insumos importados sobre el total de sus consumos intermedios²⁰.

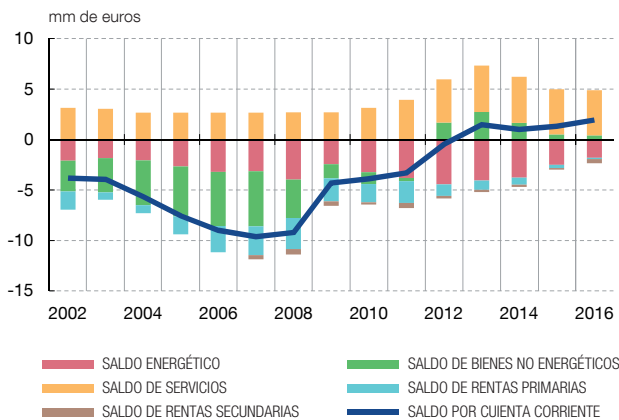
En 2016, la capacidad de financiación del conjunto de la economía siguió siendo elevada, lo que se explica parcialmente por factores de naturaleza previsiblemente transitoria. El pasado ejercicio, la capacidad de financiación de la economía se situó en el 2 % del PIB, nivel coincidente con el del año anterior (véase gráfico 1.7). Con respecto a 2015, el saldo de bienes y servicios se incrementó en 0,5 pp. De ese aumento, unas dos terceras partes son atribuibles al mayor crecimiento de las exportaciones reales con respecto a las importaciones, mientras que el resto obedece a la mejora de la relación real de intercambio, esto es, a la diferencia entre las tasas de crecimiento de los precios de las exportaciones e importaciones, desarrollo muy vinculado a la evolución de los precios del crudo y de otras materias primas no energéticas. Como se analiza en el capítulo 3, la senda del saldo exterior viene dada por diversos factores, que incluyen componentes transitorios y otros más persistentes, relacionados con las mejoras de competitividad exterior y ciertos cambios en la estructura productiva o en la demanda mundial de los distintos productos²¹. En este contexto, la mejora de la relación real de intercambio tiene una naturaleza fundamentalmente transitoria, tendiendo a revertir con el alza del precio del crudo.

19 Véase el recuadro 7 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/ 2017, Banco de España.

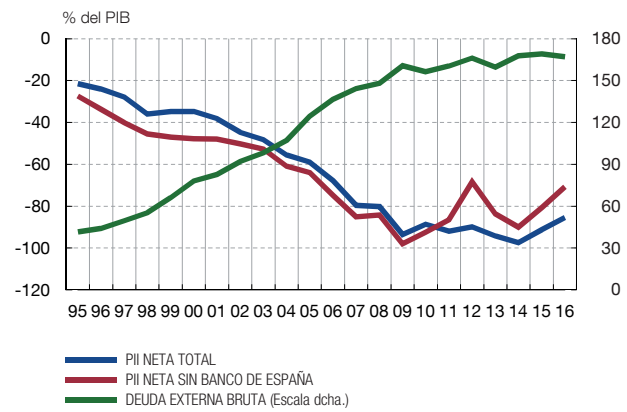
20 Véanse el capítulo 2 del *Informe Anual, 2015*, Banco de España, y E. Prades y C. Villegas-Sánchez (2017), «Input trade and importers in Spain», Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

21 En particular, como se indica en el capítulo 3 de este Informe, aproximadamente la mitad de la corrección del saldo por cuenta corriente acumulada entre 2008 y 2015 se debería al ciclo económico y al descenso del precio del petróleo.

1 EVOLUCIÓN DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE



2 EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) NETA Y DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA (a)



FUENTE: Banco de España.

a La deuda externa bruta es el monto pendiente de reembolso en un determinado momento de los pasivos corrientes reales y no contingentes asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos. Incluye, por tanto: títulos de deuda, derechos especiales de giro asignados y depósitos, préstamos, créditos comerciales y otros pasivos.

 Descargar

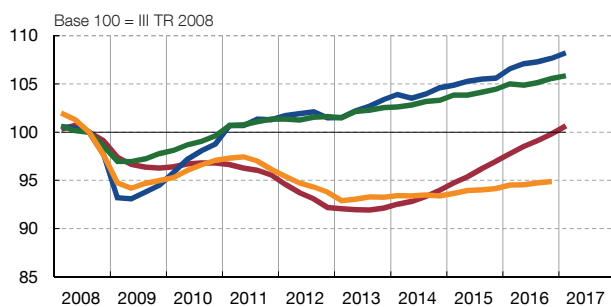
De hecho, el mantenimiento de la senda de precios del petróleo en los mercados de futuros considerada en las proyecciones del Banco de España del pasado mes de marzo daría lugar a un aumento de la factura energética de unas cuatro décimas del PIB en el presente ejercicio²². Además, entre los componentes de la cuenta corriente, en 2016 se produjo un descenso del saldo negativo de la balanza de rentas (en 0,1 pp), como consecuencia de la disminución de los tipos de interés.

Desde el punto de vista sectorial, la industria se ha recuperado con intensidad en los últimos años, si bien solo los servicios han superado el nivel de actividad anterior a la crisis. La recuperación de la industria desde su mínimo cíclico ha sido de mayor intensidad que la de los servicios, con crecimientos respectivos de su valor añadido en el entorno del 10% y del 8% (véase gráfico 1.8). No obstante, solo los servicios han superado el nivel previo a la crisis, hasta situarse unos 6 pp por encima de este. Dentro del agregado de los servicios, destacan por su especial dinamismo las ramas de actividades profesionales y de información y comunicaciones. En la comparación con otros países del área del euro, se observa que el incremento del valor añadido en la industria, desde mediados de 2013, ha excedido en 4 pp al de Alemania y en aproximadamente 8 pp al de Francia o Italia.

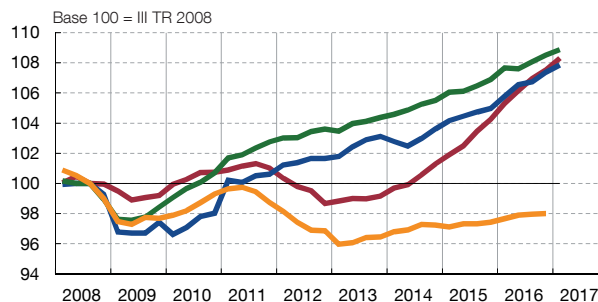
La fuerte creación de empleo registrada en los últimos años ha permitido recuperar una parte considerable de las pérdidas acumuladas desde 2008, aunque la ocupación todavía es muy inferior a la previa a la crisis. Entre finales de 2013 y finales de 2016 se han acumulado casi 1,4 millones de nuevos empleos, lo que supone la recuperación de casi la mitad de los puestos de trabajo destruidos durante la crisis. Con ello, a pesar de que previsiblemente la actividad agregada recuperará el nivel anterior a la crisis a mediados de 2017, el empleo a finales de 2016 se situaba todavía, según la EPA, un 10,4% por debajo del máximo alcanzado a mediados de 2008.

²² Estas cifras se corresponden con un encarecimiento del petróleo de unos 9 euros por barril en el promedio de 2017 con respecto al de 2016, dadas las elasticidades estimadas en el recuadro 1.2 del Informe Anual, 2014, del Banco de España.

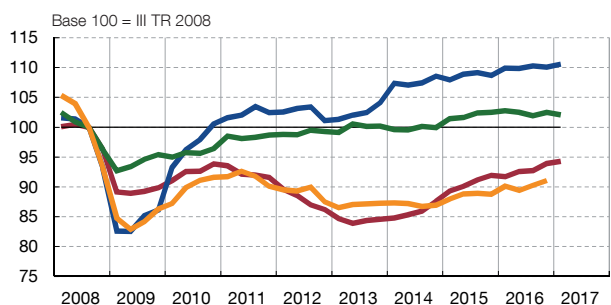
1 VALOR AÑADIDO. TOTAL ECONOMÍA



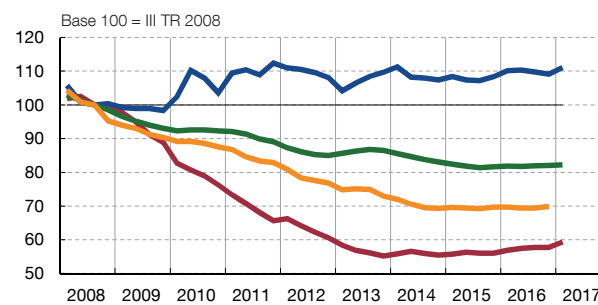
2 VALOR AÑADIDO. SERVICIOS



3 VALOR AÑADIDO. INDUSTRIA



4 VALOR AÑADIDO. CONSTRUCCIÓN



— ESPAÑA — ALEMANIA — FRANCIA — ITALIA

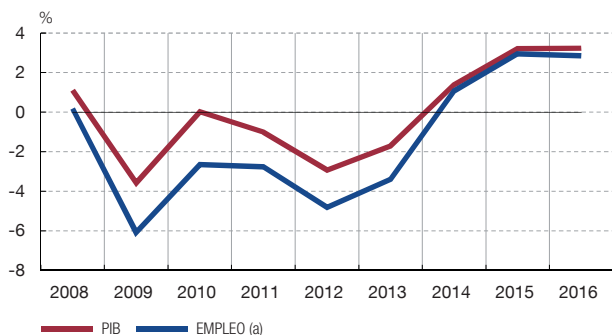
FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

[Descargar](#)

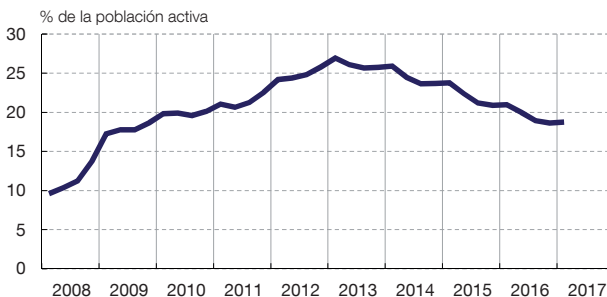
Las ramas de servicios han mostrado un mayor dinamismo en términos de creación de empleo. La creación de nuevos puestos de trabajo en la fase de recuperación se ha concentrado especialmente en las actividades de servicios, tanto de mercado (principalmente, en hostelería, comercio y, en menor medida, actividades de transporte) como de no mercado (educación y sanidad). En la construcción y en la industria, los niveles actuales de empleo son todavía el 42 % y el 79 % de los previos al inicio de la crisis.

De acuerdo con el patrón cíclico habitual, durante la crisis se produjeron elevados aumentos de productividad aparente del trabajo, lo que ha venido seguido de una notable ralentización en la recuperación. El crecimiento de esta variable en la economía española es marcadamente contracíclico, aumentando con fuerza en las recesiones y registrando crecimientos muy reducidos (e incluso negativos) en las fases expansivas. De acuerdo con este patrón, el aumento de la productividad aparente del trabajo durante la última etapa recesiva fue generalizado y se concentró en las ramas donde comparativamente el empleo es menos cualificado, y en la actual fase de recuperación se ha moderado de forma significativa, sin que los cambios observados en la composición sectorial de la economía hayan favorecido un mayor dinamismo de esta variable. En este contexto, los sectores con mayores ganancias de productividad están siendo los de la industria y, dentro de los servicios, las ramas de comercio, transporte, hostelería y servicios profesionales. En cualquier caso, y a diferencia de lo observado en anteriores fases de recuperación, la aportación de la productividad total de los factores al avance de la productividad aparente está siendo mayor que en el pasado, lo que, de mantenerse en el tiempo, denotaría una mejora en el grado de eficiencia de la economía.

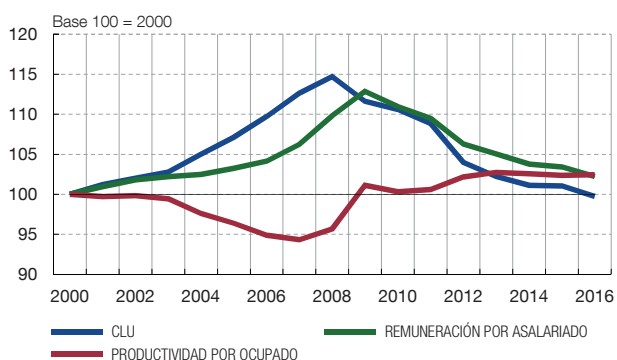
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y EMPLEO
Tasas de variación anual



2 TASA DE PARO



3 COSTES LABORALES UNITARIOS EN ESPAÑA RELATIVOS AL ÁREA DEL EURO



4 SALARIOS REALES (b)
Tasas de variación anual



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

a Puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.

b El salario nominal es la remuneración por asalariado de la CNTR. El deflactor del salario nominal es el IPC.



La tasa de paro se está reduciendo con rapidez, pero su nivel es todavía muy elevado. En 2016, el empleo creció un 2,9 %. En un contexto de leve descenso de la población activa, el fuerte ritmo de creación de puestos de trabajo permitió reducir la tasa de paro hasta el 18,75 % en el primer trimestre de 2017, 8,2 pp por debajo del máximo alcanzado a principios de 2013 (véase gráfico 1.9). A pesar de esta disminución, la cifra actual se sitúa aún muy por encima de la observada en la mayoría de países del área del euro.

La ratio de temporalidad ha retomado la tendencia creciente. Desde finales de 2013, la creación de puestos de trabajo temporales ha representado el 54 % del total. En concreto, el crecimiento de esta modalidad de empleo alcanzó el 6,8 % en 2016, 5 pp más que en el caso del indefinido, lo que refleja, a grandes rasgos, el mantenimiento de la pauta habitual en la economía española durante las recuperaciones cíclicas. Por su parte, en términos de destrucción de empleo, el relativo al empleo indefinido habría vuelto ya a niveles muy similares a los observados antes de 2008, mientras que, por el contrario, la rotación laboral dentro del colectivo de trabajadores temporales se mantiene en cotas elevadas, con unos flujos de salida desde esta modalidad de ocupación al paro aún por encima de los valores observados antes de la crisis. En conjunto, esta evolución ha supuesto que la ratio de temporalidad ascienda hasta el 26,5 % del total de asalariados, valor que supera en 4,5 pp el nivel mínimo alcanzado a principios de 2013, si bien es

todavía muy inferior al alcanzado en 2007, al final de la anterior fase expansiva, cuando dicha ratio alcanzó el 31,6 %. En sentido opuesto, la contratación a tiempo parcial, que aumentó con intensidad en la fase más profunda de la crisis, ha mostrado un menor dinamismo desde 2014, siendo la ocupación a jornada completa la que explica la mayor parte de la creación de empleo desde finales de 2013.

La notable creación de empleo se ha producido en un contexto de mantenimiento de la moderación salarial. En el conjunto de la economía, la remuneración por asalariado registró una tasa de variación nula en 2016 (véase gráfico 1.9). En las ramas del sector privado se registró un descenso de las remuneraciones del 0,2 %, tasa similar a la observada en los dos años anteriores. Dada la disminución de la misma magnitud de los precios de consumo, ello supuso una estabilización de los salarios reales. Por un lado, esta dinámica de moderación de las retribuciones laborales reflejó el avance contenido de los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva (del 1,2 % por término medio). Los aumentos acordados fueron moderados incluso en los convenios de nueva firma, en los que, a pesar de la mejora continuada de la ocupación y del incremento de la inflación a lo largo del año, no se observó un repunte a medida que la negociación iba avanzando, lo que probablemente reflejó la todavía elevada tasa de desempleo²³. Por otro lado, las nuevas contrataciones tuvieron lugar a un salario medio inferior al de los trabajadores empleados previamente, lo que contribuyó a una deriva salarial negativa, de algo más de 1 pp²⁴.

Los indicadores de competitividad-precio han seguido mejorando, a pesar del comportamiento expansivo de los márgenes empresariales. El proceso de ganancia de competitividad de la economía española frente al conjunto del área del euro se prolongó en 2016 tanto en términos de los costes laborales unitarios como del deflactor del valor añadido, aunque a un menor ritmo que en años anteriores (véase gráfico 1.10). El excedente bruto de explotación unitario mostró un comportamiento contracíclico durante el período 2008-2013, en el que, en general, mantuvo una trayectoria expansiva, asociada, en parte, a la necesidad de las empresas de mejorar su posición financiera, en un contexto de aumento del coste de los recursos ajenos y de mayores dificultades para el acceso a estos²⁵. Con posterioridad, en el período 2014-2015, esa variable ralentizó su ritmo de avance hasta evolucionar en línea con los costes laborales unitarios. Sin embargo, en 2016 se produjo un nuevo repunte, lo que puede ser indicativo de un insuficiente grado de competencia en algunos mercados, en un contexto de aumento de las presiones de demanda (véase gráfico 1.10).

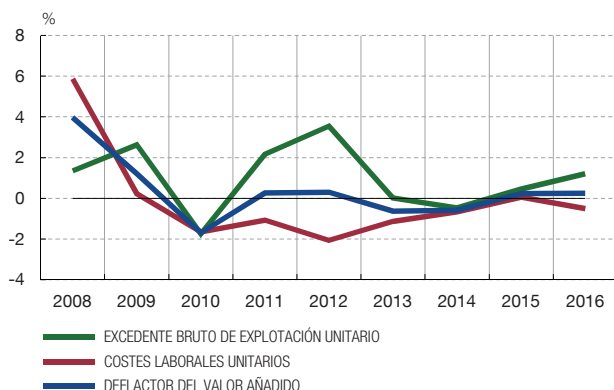
La tasa de inflación repuntó desde los meses de verano, impulsada por el alza del componente energético, pero la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable en niveles reducidos. En 2016, la tasa de inflación, medida a través del IPC, registró, por tercer año consecutivo, una tasa de variación negativa, que en este caso fue del -0,2 %. La tasa media anual encubre, no obstante, un perfil alcista a partir de la primavera, debido casi exclusivamente al componente energético, y que se ha prolongado a lo largo de los meses transcurridos de 2017, hasta alcanzar el 3 % en

23 En 2015 tampoco repuntó la tasa de aumento salarial a lo largo del año a medida que iba avanzando la negociación colectiva, pero, en ese caso, la inflación se mantuvo aproximadamente estable a medida que avanzaba el ejercicio.

24 Se define la deriva salarial como el residuo entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y la suma del incremento salarial acordado en la negociación colectiva más el aumento de los costes laborales asociado a aumentos en las cotizaciones a la Seguridad Social.

25 Véase J. M. Montero y A. Urtasun (2014), *Price-Cost Mark-Ups in the Spanish Economy: A Microeconomic Perspective*, Documentos de Trabajo, n.º 1407, Banco de España.

1 DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO
Tasas de variación anual



2 DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO
Contribuciones a las tasas de variación anual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



enero y febrero, que es el máximo nivel observado desde octubre de 2012, antes de volver a desacelerarse (véase gráfico 1.11). Este repunte se debe al aumento del precio del crudo, al efecto comparación con las caídas del precio de esta materia prima registradas un año antes y al encarecimiento de la electricidad²⁶. Por su parte, el indicador no energético ha mostrado un comportamiento estable, permaneciendo desde el verano de 2015 en torno al 1 %, lo que refleja, por un lado, la ausencia hasta el momento de efectos indirectos y de segunda vuelta del aumento del precio del crudo y, por otro lado, el hecho de que, a pesar del aumento reciente de la respuesta de la tasa de variación de los precios a la actividad económica, esta sigue siendo escasa, especialmente en las fases expansivas²⁷.

El diferencial de inflación frente al área del euro se ha tornado positivo en los últimos meses, a raíz del repunte del componente energético. La inflación subyacente ha mantenido durante casi toda la fase de expansión de la actividad un diferencial negativo frente a la del conjunto del área, aunque su tamaño se redujo considerablemente desde finales de 2015 (véase gráfico 1.11), hasta cambiar de signo en los primeros meses de 2017. En abril, este diferencial fue nulo.

3 La prolongación de la recuperación: riesgos y vulnerabilidades

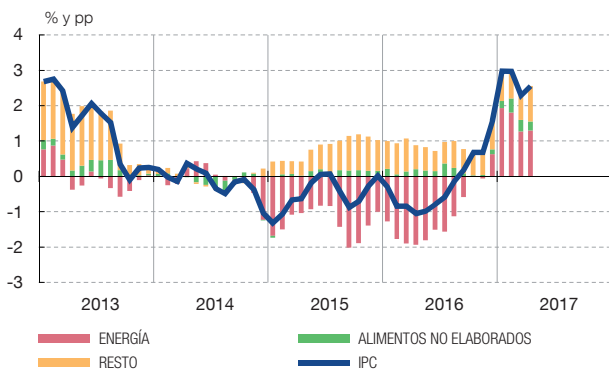
En un contexto internacional más complejo, la economía española debe compatibilizar un crecimiento sostenido con la reducción del déficit y de la deuda pública y la corrección del desequilibrio exterior. La economía española ha completado un período expansivo de casi cuatro años. Las proyecciones más recientes del Banco de España contemplan la prolongación del crecimiento en los próximos años, aunque a un ritmo algo inferior al registrado en el período 2015-2016, conforme se disipan los efectos de los factores transitorios que han venido operando en los últimos años. En todo caso, en torno a este escenario persisten varios elementos de riesgo, predominantemente a la baja²⁸. En el ámbito externo, destacan la

26 Véase el recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre 2016, Banco de España.

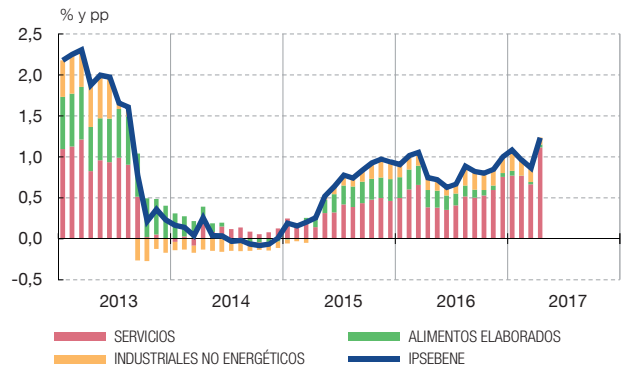
27 Véase L. J. Álvarez, A. Gómez Loscos y A. Urtasun (2015), «Asimetrías en la relación entre la inflación y la actividad», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

28 Véase «Previsiones macroeconómicas de la economía española (2017-2019)», recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

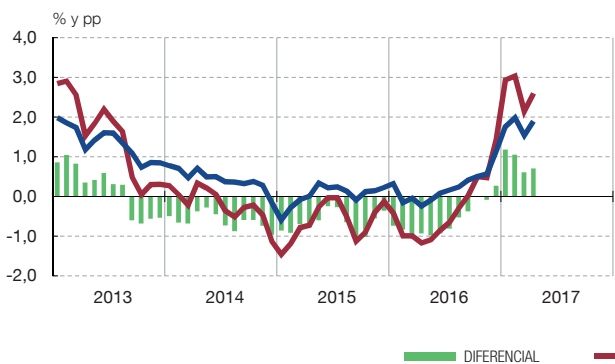
1 IPC. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



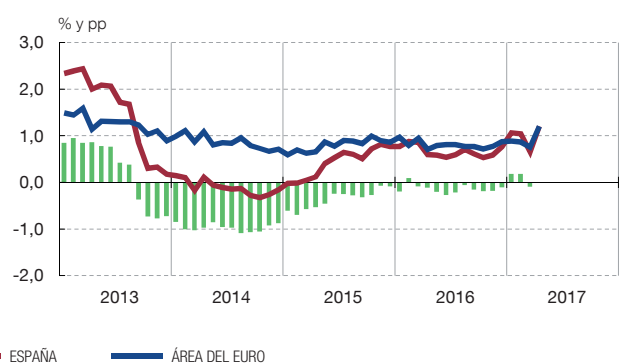
2 IPSEBENE. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



3 IAPC: EVOLUCIÓN EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO



4 INFLACIÓN SUBYACENTE: EVOLUCIÓN EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Descargar

mayor incertidumbre existente en torno a las políticas económicas globales, y su posible impacto sobre el comercio mundial, y el repunte de los tipos de interés, especialmente en los plazos más largos. Estos desarrollos están teniendo lugar en un entorno en el que, en el ámbito nacional, todavía existen varios elementos de fragilidad. En particular, el considerable nivel de endeudamiento público y de algunos segmentos de los sectores de hogares y empresas acarrea un elevado grado de dependencia del ahorro externo, lo que constituye una fuente de vulnerabilidad ante eventuales incrementos adicionales de las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda y, en general, del coste de la financiación ajena. Las entidades de crédito nacionales mantienen niveles de solvencia que superan los mínimos requeridos, pero su rentabilidad es moderada, afectada, como sucede en otras jurisdicciones de nuestro entorno, por los reducidos márgenes de intermediación y la presencia, aunque menguante, de activos improductivos en sus balances. Por último, el alza reciente de los precios del petróleo comporta asimismo ciertos desafíos para la economía española, dada su dependencia de esta materia prima, de modo que su encarecimiento se traduce en un empeoramiento del saldo exterior, además de los riesgos ya mencionados de reaparición del diferencial positivo de crecimiento de costes y precios frente a los competidores.

En esta sección se analizan los posibles efectos de los factores de riesgo mencionados con anterioridad sobre la economía española a corto y medio plazo, mientras que en la siguiente sección se aborda el análisis de los retos de naturaleza estructural, ligados a la capacidad de crecimiento de la economía a más largo plazo.

El grado de incertidumbre en torno al contexto internacional ha aumentado considerablemente en el último año y constituye un factor de riesgo para la economía de la UEM. Como se ha apuntado anteriormente, las dificultades en torno a la corrección de los desequilibrios en China, la nueva orientación de las políticas económicas en Estados Unidos y la incertidumbre acerca del proceso de salida del Reino Unido de la UE constituyen factores que pueden afectar de modo adverso a la economía mundial en el corto y medio plazo y, en algún caso, de manera especial, al área del euro y a la economía española. En particular, la aplicación de las medidas presupuestarias esbozadas por la nueva Administración estadounidense podría dar lugar, dado el elevado grado de utilización de los recursos de esa economía, a una reacción contractiva de la política monetaria, cuya traslación a las condiciones financieras globales constituye un factor de riesgo para la actividad en la UEM, cuya posición en el ciclo económico está más retrasada. De modo análogo, la salida del Reino Unido de la UE puede tener una incidencia elevada sobre el área del euro, dados los estrechos vínculos financieros y comerciales existentes entre ambas áreas.

La apertura comercial ha sido positiva para el bienestar de los ciudadanos y ciertas medidas proteccionistas pueden reavivar la debilidad que el comercio mundial mostró el año pasado. En algunas partes del mundo, pudo advertirse a lo largo de 2016 una intensificación del sesgo proteccionista de las autoridades. Una eventual adopción de medidas adicionales en esa dirección podría debilitar más el comercio mundial, lo que sería muy adverso para la actividad económica y las posibilidades de mejora del bienestar global, a la luz de la evidencia que apunta a la relación positiva entre el grado de apertura comercial y el nivel de competencia entre empresas, lo que da lugar a precios más reducidos, una mejora de la calidad de los productos ofertados y mayores cotas de difusión de la innovación. Estos efectos son positivos desde el punto de vista del bienestar de los consumidores, si bien ni su cuantificación es sencilla ni su materialización es inmediata. Por el contrario, los costes para algunos segmentos de población pueden ser perceptibles incluso en el corto plazo. En concreto, la deslocalización de algunos procesos de la cadena de producción tras una fase de liberalización comercial ha sido identificada en ocasiones como un factor desencadenante de la decadencia de algunas industrias. El énfasis en estos efectos adversos iniciales ha conducido a la nueva Administración estadounidense al abandono del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP, por sus siglas en inglés) y, en general, a los países desarrollados a frenar el proceso de adopción de políticas de liberalización comerciales, y en particular de reducción adicional de aranceles, fenómeno que viene observándose desde la crisis. De hecho, en los últimos años el creciente recurso a las medidas no arancelarias habría dado lugar a un aumento significativo del proteccionismo comercial (véase recuadro 1.1)²⁹.

El proteccionismo comercial supone un riesgo notable para la recuperación de la economía española, que cada vez es más dependiente del sector exterior. Las exportaciones de bienes y servicios han constituido una fuerza motriz del crecimiento económico en España a lo largo de la recuperación (véase el capítulo 3 de este Informe). En este período, la economía ha incrementado considerablemente su grado de apertura al exterior, de modo que las ventas al resto del mundo representan ya el 33 % del PIB, frente al 25 % de 2008. Aunque las consecuencias de este proceso son predominantemente positivas, al mismo tiempo provoca un aumento de la vulnerabilidad ante los vaivenes de los flujos comerciales globales. En particular, la diversificación del comercio español en los últimos

²⁹ Algunos ejemplos de instrumentos no arancelarios son el sometimiento de la actividad importadora a la implantación de permisos, requerimientos de calidad, inspecciones o controles de precios. Para más detalle véase S. Evenett y J. Fritz (2015), *The Tide Turns? Trade, Protectionism and Slowing Global Growth*, CEPR Press.

años hacia mercados extracomunitarios y, especialmente, emergentes, ha sido muy significativa. Por este motivo, un tensionamiento en las relaciones comerciales entre Estados Unidos y México o China tendría también repercusiones en nuestro país. Adicionalmente, la exposición de la economía española a la británica es muy elevada, en varios ámbitos, incluidos el de los sectores ligados a los servicios, tanto turísticos como no turísticos, y el financiero, lo que la hace especialmente sensible a la configuración futura de la relación entre el Reino Unido y la UE³⁰.

El elevado endeudamiento de la economía española supone una vulnerabilidad ante eventuales aumentos adicionales de los tipos de interés. En un entorno de deuda elevada, los balances patrimoniales de los agentes son especialmente sensibles ante un posible tensionamiento en los mercados de capitales internacionales. Por un lado, un eventual descenso en el valor de los activos reales o financieros implica una caída más acusada del valor patrimonial neto conforme el grado de endeudamiento es más elevado³¹. Por otro lado, cuanto mayor es el nivel de deuda, mayor es también la sensibilidad de las rentas ante aumentos en el coste de la carga financiera.

La ratio de la deuda pública sobre el PIB se mantiene en niveles muy elevados. A pesar de la estabilización de la ratio de deuda pública, esta todavía se sitúa en niveles en torno al 100 % del PIB, más de 60 puntos por encima de su nivel previo a la crisis, y el desequilibrio fiscal acumulado continúa siendo significativo cuando se compara con otros países del área del euro (véase gráfico 1.12). La intensidad y la duración del necesario proceso de desendeudamiento público dependen del crecimiento de la economía, de las perspectivas de inflación y de los tipos de interés, así como de la pauta de reducción del déficit público. Las simulaciones del panel derecho del gráfico 1.12, realizadas bajo distintos supuestos acerca de estas variables, revelan que el rango de posibles sendas de la ratio de la deuda pública sobre el PIB es, en efecto, muy amplio. No obstante, bajo supuestos razonables acerca de la posible evolución futura de las variables anteriores, la probabilidad de que el nivel de deuda de las AAPP españolas se sitúe por debajo del nivel de referencia del 60 % del PIB en la próxima década es reducida.

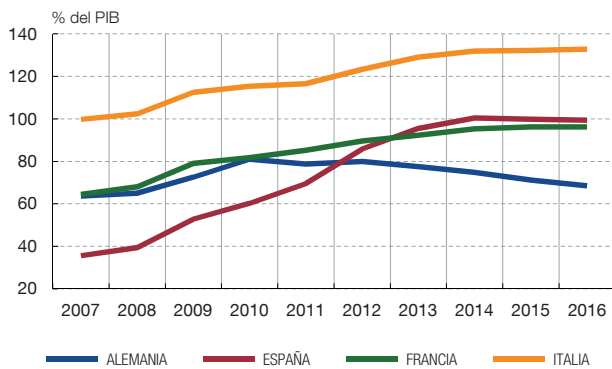
Por su parte, tras varios años de intenso ajuste, el proceso de desendeudamiento en el que se encuentran inmersos los hogares y las sociedades se encuentra muy avanzado. Las ratios de la deuda sobre el PIB de las familias y de las empresas españolas se han reducido significativamente desde mediados de 2010, cuando alcanzaron sus registros máximos (véase gráfico 1.13). Concretamente, estas ratios han caído 20 pp y 34 pp, respectivamente, hasta diciembre de 2016, y la brecha con los correspondientes valores en el área del euro ha descendido notablemente, hasta situarse en 6 pp y 3 pp, respectivamente. La estimación de los niveles de deuda sostenibles es especialmente compleja en el caso de sectores como el de los hogares y las empresas no financieras que están formados por agentes muy heterogéneos entre sí. Recientemente se han propuesto diferentes metodologías para aproximar estos niveles de equilibrio, si bien todas ellas están sujetas a algunas limitaciones, por lo que sus resultados deben tomarse con las debidas cautelas³².

30 Véase el recuadro 5 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, septiembre 2016, Banco de España.

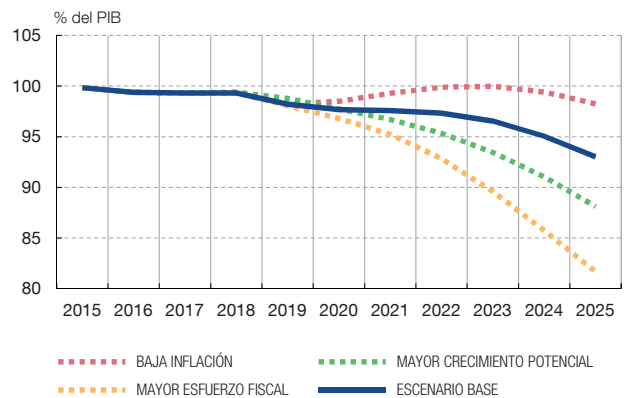
31 Así, un descenso en el valor de los activos de un 10 % implica una caída equivalente en el patrimonio neto si el inversor no tiene deudas. Pero si el endeudamiento fuera del 50 % del valor de los activos, la caída de la riqueza neta sería del 20 %, y si el apalancamiento alcanzara el 80 %, ascendería al 50 %.

32 Una primera metodología es la que trata de estimar el nivel de deuda de equilibrio de acuerdo con sus determinantes económicos, tales como renta disponible, tipo de interés o riqueza. Una segunda aproximación se centra en el análisis de los ciclos crediticios y los procesos de desendeudamiento pasados [véase Bornhorst y Ruiz-Arranz (2013), *Indebtedness and deleveraging in the euro area*, IMF Country Report, n.º 13/232, Euro Area Policies,

1 DEUDA PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)



2 ESCENARIOS DE DEUDA PÚBLICA: ESPAÑA (a)

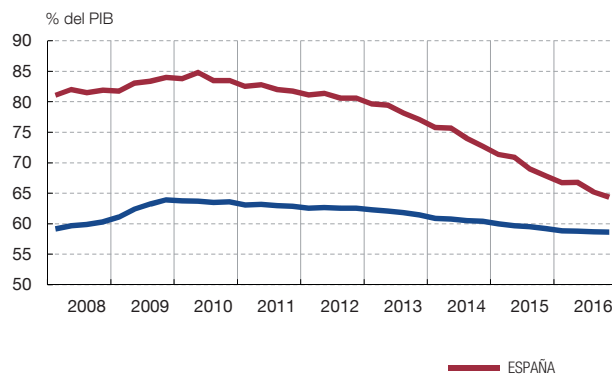


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

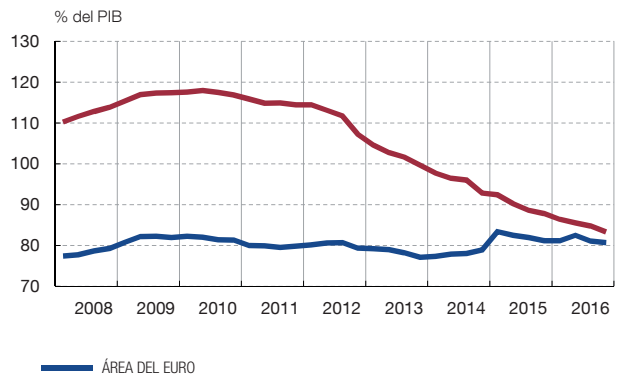
a Se presentan simulaciones alternativas de sendas de la ratio de deuda pública sobre el PIB hasta el año 2025, bajo distintos supuestos. Estos supuestos se refieren a un escenario base y tres escenarios alternativos. El escenario base se construye a partir de los datos de cierre del año 2016 y las últimas previsiones macroeconómicas del Banco de España («Informe trimestral de la economía española» de marzo de 2017) para el año 2017. Para estos dos años, en particular, se considera, respectivamente, un crecimiento del PIB real del 3,2% y del 2,8%, una inflación (deflactor del PIB) del 0,3% y del 1%, un déficit público del 4,5% y del 3,3% del PIB, con una variación del saldo estructural primario del -1% y del -0,1% del PIB, un tipo de interés implícito de la deuda del 2,8% y del 2,7%, y un ajuste déficit-deuda negativo por venta neta de activos del 1,6% del PIB para 2016 y un ajuste positivo del 0,3% del PIB en 2017. A partir del año 2018 se utiliza la herramienta descrita en Othman Bouabdallah *et al.* (2017), *Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework*, ECB Occasional Paper, n.º 185/abril, para extender el escenario macroeconómico y la senda de deuda pública asociada hasta 2025. En particular, se asume que la inflación converge al objetivo de medio plazo del BCE en cinco años, que el crecimiento del PIB converge a su senda de crecimiento potencial (estimado por la Comisión Europea) y que se produce un ajuste fiscal en línea con los requisitos europeos asumidos por España. Sobre el escenario base se modifican tres supuestos para obtener los escenarios alternativos: 1) Escenario de baja inflación: el deflactor del PIB converge a su objetivo del 2% en un horizonte de diez años en lugar de los cinco años del escenario base; 2) Escenario de mayor crecimiento: crecimiento potencial del PIB superior en 0,5 pp a partir del año 2018, como consecuencia de la implementación de reformas estructurales; y 3) Escenario de mayor esfuerzo fiscal: se produce una mejora anual adicional del saldo estructural del 0,5% del PIB a partir del año 2018, hasta alcanzar el objetivo de medio plazo de un saldo estructural equilibrado.

[Descargar](#)

1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. HOGARES



2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

[Descargar](#)

La Comisión Europea cifraba en su informe para España de 2016, de acuerdo con distintas metodologías alternativas, que las necesidades de desendeudamiento de los hogares

Selected Issues, pp. 46-71, FMI]. Por último, también se construyen indicadores de deuda sobre activos, netos de revaluaciones, fallidos y reclasificaciones de deudas, y su convergencia hacia su nivel de equilibrio [véase Cuerpo *et al.* (2015), «Private sector deleveraging in Europe», *Economic Modelling*, pp. 372-383]. Para más detalle sobre los enfoques alternativos, véase «Private Sector Deleveraging: Outlook and Implication for the Forecast», en *European Economic Forecast*, otoño, European Economy 7/2014, Comisión Europea.

eran todavía de entre 10 pp y 20 pp del PIB a mediados de 2015, y las de las empresas, de menos de 10 pp. Hay que tener en cuenta, no obstante, que entre aquella fecha y diciembre de 2016 las ratios de endeudamiento se han reducido alrededor de 7 pp en ambos casos, por lo que actualmente estas necesidades de desapalancamiento adicional serían menores que las que se deducen de las cifras anteriores.

A pesar de la notable reducción en los niveles agregados de endeudamiento, para determinadas empresas y familias el nivel de deuda sigue siendo elevado en relación con sus rentas. En términos agregados, el desendeudamiento acometido por el sector privado, de casi 55 pp del PIB desde 2010, puede caracterizarse de extraordinario. La distribución de las deudas restantes, no obstante, es desigual entre hogares y empresas, de modo que en ciertos segmentos de estos dos sectores todavía persisten niveles de endeudamiento elevados en relación con las rentas que los sustentan. Según la última ola de la Encuesta Financiera de las Familias, que recoge datos de finales de 2014, un 14 % de los hogares endeudados dedicaban en ese ejercicio más del 40 % de su renta bruta al pago de sus deudas, lo que representaba un 7 % del total de familias³³. Para los hogares en el tramo con el 20 % de renta más baja, estas cotas de presión financiera alcanzaban el 48 % y el 13 %, respectivamente. En todo caso, dada la mejoría que reflejan los indicadores agregados de la situación económica y financiera de los hogares desde 2014, con incrementos significativos de las rentas y del empleo, descensos del endeudamiento y reducción en los tipos de interés, cabría esperar que la proporción de familias que superan dichos umbrales de carga financiera en la actualidad sea más reducida que la que se refleja en estos datos. Entre las empresas no financieras, las de menor tamaño y, sobre todo, las vinculadas al sector de la construcción y a los servicios inmobiliarios son los grupos en los que la proporción de compañías que se enfrentan a pagos significativos de intereses en proporción a sus ingresos es todavía más elevada³⁴.

La posición deudora de inversión internacional sigue constituyendo un importante elemento de vulnerabilidad, aunque recientemente se ha mitigado parcialmente como resultado de varios factores. A pesar de la notable reducción de la deuda privada en los últimos años, en 2016, el saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional (PII) neta de la economía española alcanzó el 85,7 % del PIB, una cota que resulta elevada en relación con los países de nuestro entorno (véase gráfico 1.7). Atendiendo a su desglose sectorial, desde el inicio de la crisis la posición deudora neta de las Administraciones Públicas se ha incrementado notablemente, reduciéndose la posición deudora de las instituciones financieras, empresas y familias³⁵. Con todo, como se desprende del análisis realizado en el capítulo 3 de este Informe, el ajuste estructural de la balanza por cuenta corriente acumulado en los últimos años, junto con la normalización de los mercados financieros y la recomposición de pasivos, ha contribuido a moderar el grado de vulnerabilidad exterior de la economía³⁶. Además, los efectos valoración, que en los últimos años reflejan una mejora de la posición patrimonial de los emisores residentes, han operado limitando la corrección del valor contable de la posición deudora externa. En concreto, la mejora de la solvencia y de las perspectivas de beneficio futuras de los agentes emisores residentes que vienen produciéndose desde 2012 ha dado lugar a una revalorización de sus pasivos, si bien, en términos de la contabilización de la PII, este fenómeno

33 Véase «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014: métodos, resultados y cambios desde 2011», *Boletín Económico*, 1/ 2017, Banco de España.

34 Véase Á. Menéndez y M. Mulino (2017) «Evolución del grado de presión financiera soportada por las empresas no financieras españolas: 2007-2016», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

35 Véase N. Jiménez y C. Martín (2017) «La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2016», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.

36 Véanse las simulaciones de la PII presentadas en el capítulo 3 de este Informe Anual.

genera efectos de valoración negativos, que se traducen en un aumento del saldo deudor frente al exterior. Si se descuenta el impacto de estos efectos de valoración y de otros ajustes en los últimos cuatro años, la PII neta se habría reducido en 16 pp, frente a la caída de 4 pp finalmente observada.

La moderación de los costes financieros de los últimos años ha tenido un efecto muy relevante sobre las rentas de hogares, empresas y AAPP. Dados los elevados niveles de endeudamiento de la economía española, tanto público como privado, los cambios en los costes de financiación tienen un impacto directo sobre las rentas privadas y públicas y, por tanto, en la posición financiera de la nación. Así, el descenso de los tipos de interés que se ha producido en los últimos años —con distinta incidencia a lo largo del tiempo en los diferentes tramos de la curva de tipos— ha contribuido de forma muy significativa a impulsar las rentas de los distintos sectores de la economía española. Este efecto, de hecho, ha sido comparativamente más intenso en España que en otros países de la UEM, dado el mayor nivel de endeudamiento en nuestro país y la mayor prevalencia de la financiación a tipo de interés variable en el caso del sector privado. Concretamente, se estima que el impacto medio anual que ha tenido el descenso de los tipos de interés entre 2008 y 2016 sobre la carga financiera neta ha sido del 1,7 % de la renta bruta disponible media de los hogares en este período, del 7,9 % del excedente bruto de las empresas no financieras y del 0,4 % del PIB en el caso de las AAPP.

Un eventual escenario de subidas de los tipos de interés tendría un impacto contractivo sobre las rentas de los distintos sectores. Dado el nivel históricamente reducido que han alcanzado los tipos de interés, cabría esperar que su evolución futura dejara de contribuir a la expansión de las rentas de los distintos sectores y que, a medio plazo, en un escenario de consolidación de la recuperación y progresiva normalización de las condiciones monetarias, el efecto de los tipos de interés sea, de hecho, contractivo. En el caso de los hogares y las empresas, dado el predominio de los préstamos a corto plazo o a tipo de interés variable (especialmente, en el caso de una parte mayoritaria del saldo vivo de hipotecas), la traslación de los movimientos en los tipos de interés a las rentas de los agentes podría ser relativamente rápida. Ahora bien, el coste de la financiación dominante en el caso de estos agentes está ligado fundamentalmente a los cambios en el tramo corto de la curva de tipos de interés, que está más vinculado al tono de la política monetaria, el cual, como se ha señalado, en el caso del área del euro, se mantiene extraordinariamente laxo³⁷. Además, el descenso del endeudamiento de estos dos sectores en los últimos años hace que la sensibilidad de sus pagos netos por intereses a cambios en el coste de financiación sea ahora notablemente más reducida de lo que lo era al comienzo de la crisis. Con todo, como se ha señalado, la heterogeneidad en términos de la posición financiera de los distintos agentes, tanto en el caso de los hogares como en el de las empresas, implica que ciertos segmentos de prestatarios todavía mantendrían un grado de vulnerabilidad significativo ante escenarios de tensionamiento en sus costes de financiación.

La sensibilidad de la carga financiera de las AAPP a los movimientos en los tipos de interés se ha elevado como consecuencia del incremento del endeudamiento público de los últimos años. En este caso, además, son más relevantes las variaciones en el tramo largo de la curva, segmento donde se han concentrado los repuntes observados desde el otoño de 2016. No obstante, hay que tener en cuenta que, dado el elevado plazo medio de la deuda

³⁷ Cabe la posibilidad, en todo caso, de que el eventual aumento de los tipos de interés venga asociado a un fortalecimiento de la actividad, en cuyo caso, a escala agregada, el incremento de las rentas pagadas por intereses podría verse parcialmente compensado por una mejora de otras fuentes de renta.

pública, la traslación de los cambios en los tipos de interés al coste de la deuda se produce de forma gradual en el tiempo. El recuadro 1.3 contiene varias simulaciones cuantitativas que ilustran cómo cambios en los distintos tramos de la curva de tipos de interés pueden impactar sobre el coste de la deuda de las sociedades no financieras, los hogares y las AAPP.

En el contexto descrito, resulta prioritario retomar el proceso de consolidación fiscal. La disminución del elevado endeudamiento público resulta necesaria para moderar los costes financieros futuros, reducir la vulnerabilidad de la economía ante un eventual endurecimiento de las condiciones de financiación y restablecer una cierta capacidad de maniobra de la política fiscal ante eventuales perturbaciones. Ello requiere retomar la senda de la consolidación fiscal, cuya magnitud pendiente, medida por el déficit estructural, es todavía elevada (del 3,5% del PIB, de acuerdo con las últimas estimaciones de la Comisión Europea). El proceso de consolidación debe anclarse en un programa de medio plazo en que se detallen las medidas que permitirán la consecución de los objetivos, así como en una previsión prudente de la evolución macroeconómica y de los ingresos públicos y en la utilización de todos los mecanismos preventivos y coercitivos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. Por otra parte, en un escenario de prolongación del proceso de consolidación fiscal, cobra especial importancia la composición del ajuste, de forma que se favorezca una mayor contribución de las finanzas públicas al crecimiento potencial de la economía. En este sentido, debe seguirse avanzando en la racionalización y eficiencia del gasto público, así como considerar una revisión y definición de la cesta de impuestos que permita obtener de forma estable y eficiente los ingresos necesarios para financiar el nivel deseado de gasto público.

La reducción de la posición deudora de inversión internacional requerirá, asimismo, mantener y profundizar las ganancias de competitividad de la economía. Situar la posición deudora internacional de la economía en niveles de menor vulnerabilidad que los actuales requerirá registrar superávits por cuenta corriente durante un período prolongado. A ello deberán contribuir, además del saneamiento estructural de las cuentas públicas, el mantenimiento y la profundización en las ganancias de competitividad de la economía, para lo cual son necesarias distintas reformas estructurales, aspecto que se aborda en la sección 4 de este capítulo.

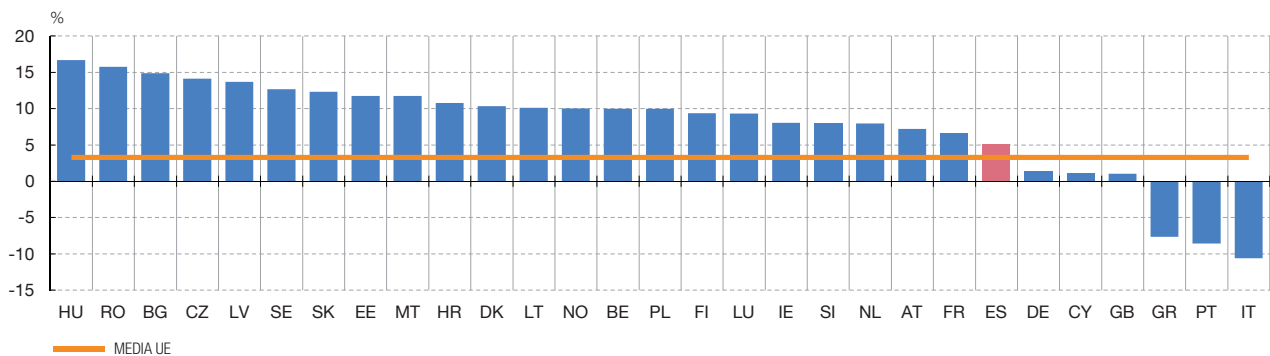
3.3 LA BAJA RENTABILIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La recuperación de la rentabilidad de las entidades de crédito es un reto en el actual contexto de márgenes de intermediación unitarios reducidos, volumen de actividad limitado y persistencia de activos improductivos. En 2016, el resultado consolidado de las entidades de crédito españolas descendió un 21% con respecto al año anterior y la rentabilidad sobre los fondos propios se situó en el 4,3%, nivel reducido e inferior en 1,3 pp al del año anterior (véase gráfico 1.14)^{38, 39}. La caída de rentabilidad desde el inicio de la crisis se debe, sobre todo, al menor volumen de actividad y al aumento de la morosidad, pero, más recientemente, el factor clave es la reducción de márgenes unitarios, a lo que se ha unido también un aumento de los costes legales. En efecto, desde 2007 el margen de intermediación del negocio en España de las entidades de depósito nacionales se ha reducido un 24%, debido sobre todo al menor volumen de actividad y al aumento de la morosidad registrada en ese período. No obstante, desde comienzos de 2015 las mayores dificultades para conseguir disminuciones adicionales del coste de pasivo, una vez este alcanzó valores próximos a cero, y la escasa recuperación del crédito hicieron que el descenso de los márgenes unitarios por volumen de activo haya pasado a ser el determinante fundamental de las reducciones posteriores en los

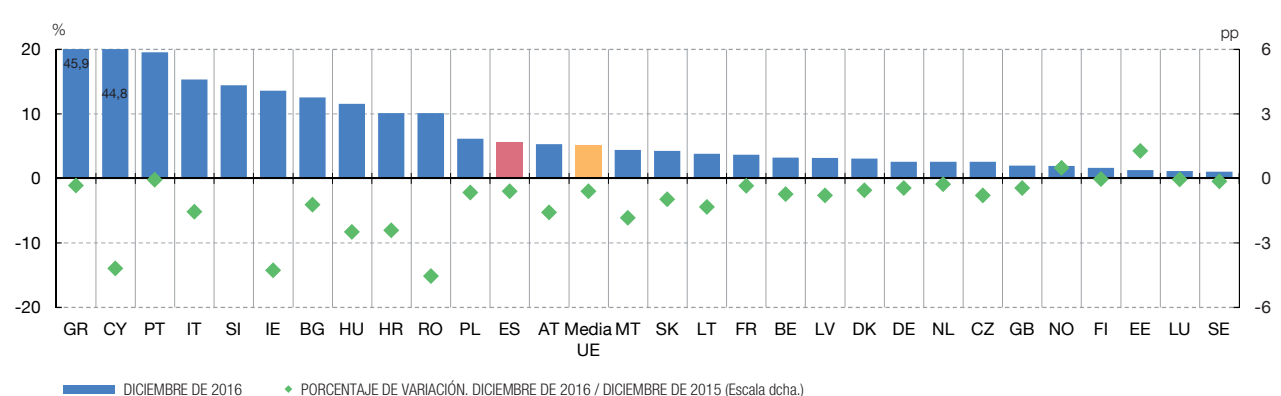
38 Para mayor detalle, véase el *Informe de Estabilidad Financiera*, mayo de 2017, Banco de España.

39 La cifra para la rentabilidad sobre fondos propios del 4,3% citada en el texto está calculada para el conjunto de entidades españolas. El número implícito en el gráfico — algo superior al 5% — es distinto porque se refiere solamente a una muestra de entidades utilizada por la Asociación Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) para la comparación internacional.

1 COMPARACIÓN EUROPEA DE LA RENTABILIDAD SOBRE FONDOS PROPIOS
Diciembre de 2016



2 COMPARATIVA EUROPEA DE LA RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS (a)
Diciembre de 2016



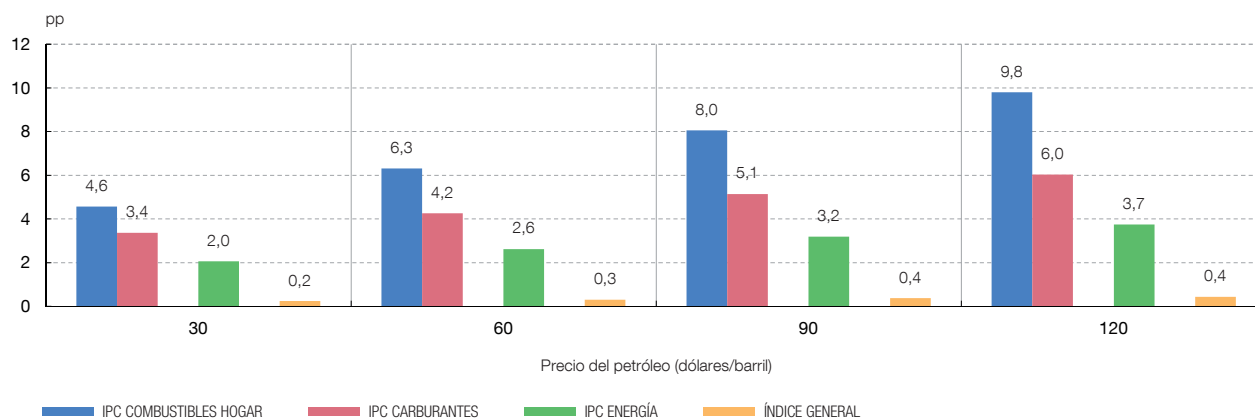
FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a La ratio de préstamos dudosos en Grecia y Chipre es del 45,9 % y del 44,8 %, respectivamente.



ingresos netos por intermediación de las entidades españolas. De este modo, el actual contexto de tipos de interés interbancario muy reducido, volumen de actividad nueva todavía limitado y presencia de bolsas significativas de activos improductivos supone un reto para la recuperación de la rentabilidad de las entidades españolas, que exige aumentos adicionales de eficiencia a los que potencialmente podrían contribuir una cierta consolidación adicional dentro del sector y la exploración de fuentes alternativas de recursos.

A pesar de la situación de solvencia de las entidades de crédito, su reducida rentabilidad es un elemento de vulnerabilidad para la economía. La ratio de capital ordinario de nivel 1 (CET1) para el conjunto del sistema alcanzó en diciembre de 2016 el 12,8%, superando los mínimos regulatorios. Asimismo, los ejercicios de resistencia de la Autoridad Bancaria Europea, en julio del año pasado, y del propio Banco de España, en noviembre, mostraron que el sistema bancario español continuaría presentando, a escala agregada, niveles de capital por encima de los mínimos requeridos incluso en un escenario macroeconómico adverso. No obstante, en el entorno internacional descrito no se puede descartar que la materialización de algunos de los riesgos mencionados, como un contexto económico mundial afectado por políticas proteccionistas o un ajuste en los precios de algunos activos financieros o en las primas de riesgo, desate episodios de tensión en los mercados de financiación de las entidades de crédito que den lugar a potenciales efectos contractivos sobre la oferta de fondos al resto de sectores productivos.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

[Descargar](#)

3.4 COMPETITIVIDAD, PRECIOS ENERGÉTICOS E INFLACIÓN

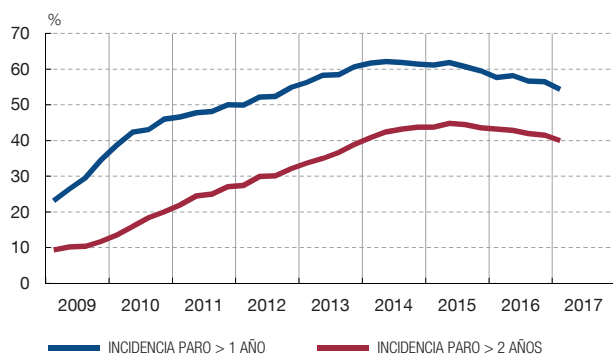
El reciente encarecimiento del petróleo genera efectos adversos más intensos en la economía española que en el conjunto de la UEM. Los ajustes de costes y precios relativos desde el inicio de la crisis han sido determinantes para la corrección, primero, del desequilibrio exterior y, posteriormente, para impulsar el gasto nacional. Las recientes subidas en el precio del petróleo tienen una repercusión directa sobre la factura energética y también sobre la capacidad competitiva de la economía española. De hecho, el diferencial de inflación de la economía, que fue negativo entre septiembre de 2013 y noviembre de 2016, ha pasado a terreno positivo desde diciembre de 2016, hasta situarse a comienzos de 2017 en un nivel aproximado de 1 pp. En este sentido, conviene señalar que una subida de precios del petróleo tiene un impacto contractivo comparativamente mayor sobre las rentas reales de las familias y empresas de nuestro país en relación con las de la UEM, y, por tanto, también sobre su gasto.

El reto a corto y medio plazo es evitar una excesiva traslación del aumento de los costes energéticos a los precios finales y a los salarios, que reduzca la competitividad de la economía española. En principio, y en ausencia de subidas adicionales significativas en los costes energéticos, los efectos de su repunte reciente sobre la inflación tienen una naturaleza transitoria en la medida en que sean absorbidos por las rentas de empresas y hogares (véase gráfico 1.15)⁴⁰. El reto, en este sentido, es asegurar que las consecuencias de la subida de los precios de consumo sean efectivamente temporales y comporten el menor impacto contractivo posible sobre la actividad y el empleo. Esto último requiere evitar los efectos indirectos de una traslación del aumento de costes intermedios a los precios finales, así como la materialización de efectos de segunda ronda del repunte transitorio del componente energético sobre las demandas salariales.

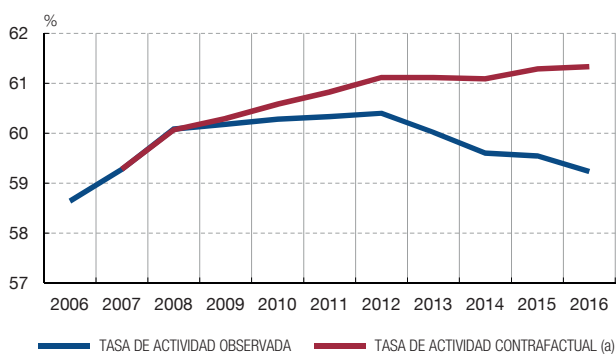
A más largo plazo, sigue siendo necesario reducir la dependencia de los consumos energéticos importados. Para aminorar la incidencia de las perturbaciones en las condiciones de los mercados internacionales del petróleo es preciso reducir la dependencia de los consumos energéticos importados. En este sentido, el grado de diversificación de las energías primarias ha venido aumentando en los últimos años, reduciéndose el peso de los com-

⁴⁰ Véase el artículo analítico de L. J. Álvarez, I. Sánchez y A. Urtasun (2017), *El efecto de las fluctuaciones del precio del petróleo sobre la inflación española*, Banco de España.

1 INCIDENCIA DEL PARO DE LARGA DURACIÓN
Sobre el total de desempleados



2 INCIDENCIA DEL ENVEJECIMIENTO SOBRE LA TASA DE ACTIVIDAD
Sobre población de 16 años o más



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Agregando tasas de actividad por grupos de edad y sexo con pesos poblacionales de la EPA de 2007 constantes.



4 Retos para el crecimiento sostenido de la economía española

bustibles fósiles, al tiempo que se ha ido ganando en eficiencia en términos del consumo de energía, incluso en relación con el resto de países del área del euro⁴¹.

El elevado componente estructural de la tasa de paro, el envejecimiento de la población y la baja productividad total de los factores son los principales factores que limitan el crecimiento a largo plazo de la economía española. De acuerdo con las estimaciones disponibles, el crecimiento potencial de la economía española se ha reducido significativamente desde el inicio de la crisis. En concreto, frente a una tasa cercana al 3 % en el período 2001-2007, se estima que el crecimiento potencial se situará alrededor del 1,5 % en la próxima década⁴², ralentización debida fundamentalmente al menor ritmo de avance esperado de la población⁴³.

Reducir la elevada tasa de paro (en especial, la de larga duración) debe seguir siendo una prioridad de las políticas económicas. A pesar de la intensa caída observada desde los máximos alcanzados a principios de 2013, la tasa de paro se situó a finales de 2016 en el 18,6 %, muy por encima de lo observado en los demás países del área del euro, con la excepción de Grecia. El elevado desempleo se concentra en determinados segmentos de la población, especialmente entre los individuos con menor nivel de formación y entre los jóvenes de entre 19 y 29 años, que presentan tasas de paro del 34,4 % y del 31,6 %, respectivamente⁴⁴. Además, como muestra el gráfico 1.16, la incidencia del paro de muy larga duración, definido como aquella situación de desempleo que perdura más de dos años, es aún muy elevada (40 % del total de parados)⁴⁵. Estos datos muestran las dificultades de amplios colectivos de desempleados para beneficiarse de la fase de recuperación económica y el riesgo de que sean desplazados del mercado de trabajo de manera permanente (véase el recuadro 1.2

41 Véase el recuadro 3.2 del capítulo 3 de este Informe.
 42 Véase el recuadro 1.3 del Informe Anual, 2015 del Banco de España.
 43 En concreto, estas proyecciones de crecimiento potencial de la economía descansan sobre el supuesto poblacional más reciente del INE (de octubre de 2016), según el cual, en el futuro, los flujos migratorios netos serían muy moderados, con una modesta tendencia creciente desde unas 13.000 personas en 2016 hasta 48.000 en 2025. Este flujo contrasta con el promedio de 580.000 inmigrantes netos a lo largo del período 2002-2008.
 44 En ambos casos, los flujos de destrucción de empleo son más elevados que el de otros colectivos. Además, entre los parados de menor formación, los flujos de creación de puestos de trabajo son sensiblemente inferiores a los del promedio de la población activa.
 45 La incidencia del desempleo de larga duración (superior a un año) es del 56,4 %.

del *Informe Anual, 2015*). La reintegración de estas personas a la situación de ocupación debe constituir una de las principales prioridades de la política económica, dada la relación directa entre la duración en el desempleo, por un lado, y el aumento de la desigualdad y la pérdida de cualificaciones, por otro.

El progresivo envejecimiento de la población reduce la capacidad de crecimiento de la economía. Entre los factores que explican la considerable reducción del crecimiento potencial estimado de la economía española, destaca el impacto del envejecimiento demográfico. La estabilización de la población española en 2016, tras varios años de ligeras caídas, oculta un comportamiento heterogéneo por grupos de edad. En concreto, el pasado año se produjo un nuevo aumento de la población mayor de 65 años (del 1,6 %), que contrastó con un descenso generalizado de los demás grupos de edad. Esta evolución dispar, que viene prolongándose desde 2008, ha hecho que, entre ese año y 2016, la tasa de dependencia (medida como el cociente entre la población de más de 65 años y la población en edad de trabajar) se haya elevado en unos 5 pp, hasta alcanzar el 29 %. Las proyecciones realizadas por el INE apuntan asimismo a aumentos muy intensos de esta variable en las próximas décadas, hasta alcanzar el 36 % en 2026 y superar el 60 % alrededor de 2045, a pesar de incorporar ya flujos netos migratorios positivos.

El envejecimiento poblacional ya está incidiendo negativamente en la evolución de la tasa de actividad. El envejecimiento poblacional ha empezado a afectar a la evolución de la participación laboral, de forma que se estima que la tasa de actividad de la población mayor de 16 años hubiera sido en 2016 cerca de 2 pp más alta que la observada en 2007, de haberse mantenido la estructura demográfica de ese año (véase gráfico 1.16)⁴⁶. De cara al futuro, se prevé que el progresivo envejecimiento de la población genere un descenso adicional de la tasa de actividad de otros 2 pp entre 2016 y 2020.

El envejecimiento también puede producir efectos negativos sobre la productividad. Además de este impacto directo sobre el crecimiento económico relacionado con la menor disponibilidad de mano de obra, existe evidencia empírica que identifica efectos indirectos negativos del envejecimiento poblacional sobre la tasa de avance del producto potencial. Estos efectos discurren, entre otros canales, a través del impacto del cambio demográfico sobre las decisiones de ahorro e inversión en capital humano y sobre la generación de nuevas innovaciones en la economía⁴⁷.

La evolución demográfica supone también un reto para el sistema público de pensiones, que exige definir una estrategia para afrontarlo. La evolución demográfica presiona al alza a determinadas partidas de gasto público, como la sanidad, el cuidado de los mayores y, en particular, las pensiones. En este último caso, de acuerdo con las estimaciones del último informe sobre envejecimiento de la Comisión Europea, el aumento esperado en la tasa de dependencia, definida como el cociente entre el número de pensionistas y la población en edad de trabajar (entre 15 y 64 años), pasaría de en torno al 30 % a algo más del 60 % entre 2015 y 2050, lo que, en ausencia de medidas compensatorias, supondría una significativa presión al alza sobre el gasto en este tipo de prestaciones sociales. Las reformas del sistema de pensiones introducidas en los últimos años han afrontado este reto a través de, entre otras medidas, el retraso de la edad de jubilación, la definición de un factor de sostenibilidad que liga la pensión inicial al incremento de la es-

46 Véase el recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, septiembre 2016, Banco de España.

47 Véase Y. Aksoy, H. S. Basso, R. P. Smith y T. Grasl (2015), *Demographic structure and macroeconomic trends*, Documentos de Trabajo, n.º 1528, Banco de España.

peranza de vida y la aprobación de un nuevo mecanismo que condiciona la revalorización anual de las pensiones al equilibrio entre los ingresos y los gastos del sistema, con unos topes máximos y mínimos. De acuerdo con las estimaciones disponibles, estas reformas lograrían en buena medida contrarrestar el efecto del incremento esperado de la tasa de dependencia sobre el gasto en pensiones en contextos macroeconómicos favorables y, por lo tanto, contribuyen a reforzar la sostenibilidad del sistema en el largo plazo. Ahora bien, sin incrementos adicionales de los ingresos, el mecanismo de ajuste previsto en la actual configuración del sistema se produciría principalmente a través de una disminución de la tasa de sustitución de las pensiones públicas, es decir, a través de reducciones de la pensión media con respecto al salario medio. De acuerdo con las estimaciones del último informe de la Comisión Europea sobre envejecimiento, ese descenso alcanzaría los 20 pp entre 2013 y 2060, incluso en un escenario macroeconómico muy favorable. De cara al futuro, la clave consiste en delimitar las tasas de sustitución de nuestro sistema de pensiones que se pretenden asegurar, de forma que se adecuen los ingresos para que la sostenibilidad quede garantizada⁴⁸. En todo caso, es deseable que cualquier estrategia de reforma elegida aumente la transparencia del sistema, refuerce su contributividad, es decir, la relación entre las contribuciones y las prestaciones, y, en especial, mantenga un mecanismo de ajuste automático que garantice el equilibrio financiero.

Los efectos de los cambios poblacionales sobre el crecimiento económico pueden ser parcialmente contrarrestados mediante la reducción del desempleo estructural a través de políticas de formación y del aprendizaje en el puesto de trabajo. Un instrumento prioritario para lograr elevar el crecimiento potencial es evitar que los desempleados (en especial, aquellos que acumulan períodos más largos en dicha situación) pierdan habilidades. A la hora de mejorar la empleabilidad de los parados, las políticas de formación desempeñan un papel crucial. En particular, el escaso uso de este instrumento en los planes de empleo españoles —especialmente, para los parados con niveles educativos medios y altos (véase gráfico 1.17)— y el elevado desajuste observado entre la cualificación de los desempleados y la requerida por las empresas sugieren que el margen de actuación en este ámbito es amplio⁴⁹.

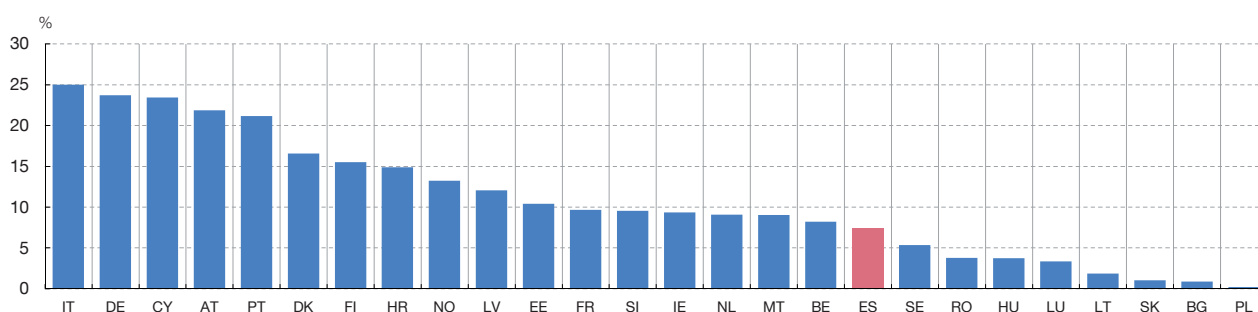
También existe margen para reforzar las políticas de orientación a los parados y concentrar los esquemas de bonificación a la contratación, prioritariamente en los colectivos con menor empleabilidad. La evidencia disponible muestra que la realización de tareas que requieren el uso de habilidades cognitivas en el propio puesto de trabajo contribuye de manera más efectiva a incrementar la empleabilidad futura de los trabajadores⁵⁰. Esta observación es especialmente relevante en el caso de los individuos de baja cualificación, lo que aconseja profundizar en el nuevo diseño de las políticas de orientación y acompañamiento de este tipo de desempleados, en línea con las actuaciones emprendidas en los últimos años, con el objetivo de aumentar la colaboración con el sector privado. Un elemento clave dentro de esta estrategia es la evaluación del conjunto de programas existente, como paso previo para redirigir los recursos hacia donde se obtengan mejores resultados. En este sentido, la evidencia reciente apunta a una escasa eficacia de los programas de bonificaciones a la contratación de desempleados en lo que se refiere a su capacidad para generar puestos de trabajo en términos

48 Véase P. Hernández de Cos, J. F. Jimeno y R. Ramos (2017), *El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma*, Documentos Ocasionales, n.º 1701, Banco de España.

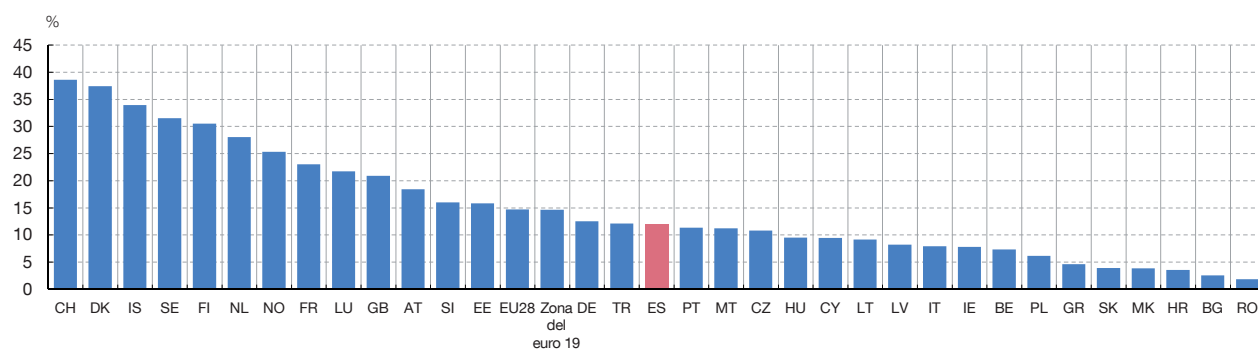
49 Véase S. Puente y A. Casado (2016), «Desajuste en competencias entre la oferta y la demanda de trabajo en España», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.

50 Véase J. F. Jimeno, A. Lacuesta, M. Martínez-Matute y E. Villanueva (2016), *Education, labour market experience and cognitive skills: evidence from PIAAC*, Documentos de Trabajo, n.º 1635, Banco de España.

1 PROPORCIÓN DEL TOTAL DE PARTICIPANTES EN POLÍTICAS DE EMPLEO QUE RECIBEN ACTIVIDADES DE FORMACIÓN (2015)



2 PORCENTAJE DE OCUPADOS QUE PARTICIPAN EN ALGUNA ACTIVIDAD FORMATIVA (2015)



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.



netos⁵¹, salvo en el caso de algunos colectivos concretos, como es el caso de los parados de menor cualificación, en los que, consecuentemente, deberían centrarse estos programas.

La reducción del desempleo resulta también crucial para invertir el incremento de la desigualdad de la renta originado durante la crisis. Los análisis disponibles revelan el papel crucial que ha desempeñado el incremento del desempleo en la evolución de la desigualdad de la renta en España a lo largo de la crisis⁵². Si bien los datos disponibles son aún escasos, la evidencia existente parece apuntar a que la creación de empleo de los últimos años ha favorecido la reducción de la desigualdad en la distribución de la renta. Así, según la Encuesta de Condiciones de Vida, en 2015 el índice de Gini calculado a partir de las rentas de los hogares se redujo ligeramente. Continuar con una recuperación sostenida del empleo favorecerá la reducción de la desigualdad.

Aumentar el crecimiento potencial requiere de mejoras permanentes en la productividad. Las tasas de crecimiento potencial proyectadas son también modestas en términos per cápita, como consecuencia de la prolongación del escaso dinamismo de la productividad observado en las dos últimas décadas. Este bajo crecimiento de la productividad se asocia tanto a una asignación de recursos hacia las empresas menos productivas como a un menor ritmo de avance de la productividad media de las empresas en relación con los países de nuestro entorno.

51 Véase F. Paulino, M. Izquierdo y S. Puente (2017), «Subsidizing mature age employment or throwing coins into a wishing well: A quasi-experimental analysis», Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

52 Véanse L. Hospido y S. Bonhomme (2017), «The Cycle of Earnings Inequality: Evidence from Spanish Social Security Data», *Economic Journal*, y F. J. Goerlich (2016), *Distribución de la renta, crisis económica y políticas redistributivas*, Fundación BBVA.

La reasignación de recursos hacia las empresas más productivas requiere medidas en ámbitos muy diversos⁵³. En particular, los indicadores disponibles ponen de manifiesto que las empresas españolas se enfrentan a mayores costes y requisitos administrativos que en otros países de nuestro entorno para iniciar su operativa⁵⁴, lo que hace necesario revisar aquellos elementos de la regulación, a escala tanto estatal como regional, que dificultan la entrada en el mercado. En ese sentido, es necesario culminar la implementación de la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado. Además, es preciso revisar los elementos regulatorios que limitan el crecimiento de las empresas más eficientes⁵⁵.

Ciertos aspectos de las regulaciones sectoriales, al igual que la excesiva dualidad en la contratación, pueden afectar también negativamente al crecimiento de la productividad. Con respecto al menor crecimiento de la productividad media de las empresas en relación con los países de nuestro entorno, existe asimismo un amplio margen de mejora en ciertos aspectos de aplicación transversal que pueden favorecer la competencia en el mercado de productos. En particular, en el ámbito de las regulaciones sectoriales, los indicadores disponibles muestran mayores restricciones regulatorias en determinadas ramas, como el transporte o los servicios profesionales⁵⁶. Además, el precio de la electricidad que finalmente pagan empresas y consumidores sigue siendo elevado en relación con el observado en otros países de nuestro entorno. Asimismo, el margen para mejorar la eficiencia del sistema judicial es también amplio, en particular en términos de la reducción de la duración media de los procedimientos hasta situarla al nivel de otros países⁵⁷. Finalmente, en el mercado laboral, la excesiva dualidad a que da lugar el sistema de contratación vigente produce una elevada volatilidad de la contratación, lo que tiene efectos negativos sobre la productividad de los trabajadores tanto temporales, que se enfrentan a carreras laborales con una excesiva rotación, como indefinidos, que presentan una movilidad laboral demasiado reducida⁵⁸.

El incremento de la productividad requiere también una mejora del sistema educativo y el fomento de la acumulación de capital tecnológico. Las cualificaciones académicas alcanzadas por la población son un determinante fundamental de la productividad de la economía. En este sentido, el porcentaje de población de entre 25 y 34 años con nivel de estudios inferior a la enseñanza secundaria completa es del 35 % en España, frente al 17 % en el promedio de países de la UE (véase cuadro 1.2). A pesar de la mejora reciente en el indicador PISA de la OCDE, que aproxima la calidad del sistema educativo a partir de los resultados de estudiantes de 15 años en pruebas estandarizadas, España se encuentra notablemente por detrás de los países que lideran esta clasificación, y en particular de la mayoría de sus socios comerciales del centro y el norte de Europa, situación que limita el desarrollo de actividades ligadas a las nuevas tecnologías. La reforma

53 Véanse el capítulo 4 del *Informe Anual, 2015*, Banco de España, y el capítulo 3 del *Informe Anual, 2014*, Banco de España.

54 Véase el Eurobarómetro sobre Empresas europeas y su relación con la administración pública. Comisión Europea (2016), https://data.europa.eu/euodp/es/data/dataset/S2089_417_ENG.

55 M. Almunia y D. López-Rodríguez (2017), «Under the Radar: the Effects of Monitoring Firms on Tax Compliance», *American Economic Journal*, Economic Policy, de próxima aparición, y M. Almunia, J. F. Jimeno y D. López-Rodríguez (2017), *Firm Size-Dependent Regulations in Spain*, Documentos de Trabajo, Banco de España de próxima publicación.

56 Véase M. Correa-López y R. Doménech (2017), *Service regulations, input prices and export volumes: evidence from a panel of manufacturing firms*, Documentos de Trabajo, n.º 1707, Banco de España.

57 Véase A. Cabrales, J. Dolado y R. Mora (2017), «Dual Labour Markets and (Lack of) On-the-Job Training: PIAAC Evidence from Spain and other EU countries», European University Institute (mimeo).

58 Véanse, por ejemplo, A. Cabrales, J. Dolado y R. Mora, «Dual Labour Markets and (Lack of) On-the-Job Training: PIAAC Evidence from Spain and Other EU Countries», European University Institute, mimeo, y A. Ichino y R. T. Riphahn (2005), «The effect of employment protection on worker effort: absenteeism during and after probation», *Journal of the European Economic Association*, 3 (1), pp. 120-143.

INDICADORES EDUCATIVOS EN 2016 (%)

CUADRO 1.2

En porcentaje

	España	Unión Europea
Población de 15-64 años		
Estudios primarios	42,8	26,6
Estudios secundarios	24,7	46,3
Estudios universitarios	32,6	27,1
Población de 25-34 años		
Estudios primarios	34,7	16,5
Estudios secundarios	24,4	45,4
Estudios universitarios	40,9	38,1
Tasa de abandono escolar (a)	19,4	10,8

FUENTE: Eurostat.

a La tasa de abandono escolar se define como el porcentaje de la población de entre 18 y 24 años con estudios inferiores a la segunda etapa de educación secundaria que no se encontraban realizando ninguna actividad educativa ni formativa en el último mes.

del sistema educativo debería dirigirse a paliar esa brecha. Es crucial que, a futuro, el sistema educativo afronte también las tendencias como la globalización, el progreso tecnológico y la automatización de tareas, que hacen necesario replantearse tanto el sistema de aprendizaje como el propio contenido del currículum educativo⁵⁹. En cuanto al capital tecnológico, España presenta niveles más reducidos que los de otros países desarrollados tanto en el sector público como, sobre todo, en el privado, lo que, en este último caso, está asociado a una reducida capacidad de absorción de nuevas tecnologías por parte de las empresas. Estas deficiencias estarían relacionadas con aspectos como la formación de los trabajadores y de los empresarios, el excesivo peso de las empresas de tamaño reducido, el limitado desarrollo de canales financieros alternativos —como el de capital-riesgo— y la fragmentación del sistema público de investigación y su escasa conexión con el sistema empresarial.

El crecimiento de la productividad total de los factores es crucial para lograr que las mejoras de competitividad continúen en el futuro. Los resultados comparativamente más favorables de las exportaciones españolas en relación con lo observado en otros países del área del euro (véase el panel 3 del gráfico 1.3) ponen de manifiesto cómo las ganancias de competitividad basadas en la contención de precios y costes han permitido que las ventas al exterior hayan crecido a un ritmo más elevado que sus mercados. Sin embargo, cuando esta es la fuente de ganancias de competitividad, el proceso de aumento de cuotas exteriores tiene lugar de forma muy lenta, y otros beneficios derivados del propio proceso de salida al exterior de las empresas, tales como su eventual impacto sobre el crecimiento de la productividad o los relacionados con la propia diversificación geográfica de las ventas al exterior, se manifiestan en plazos aún más dilatados⁶⁰. Por otro lado, los previsibles aumentos de la demanda nacional que tendrán lugar en los próximos años comportarán incrementos adicionales de las importaciones (a pesar de los efectos sustitución que se mencionaron en la sección 2.3.1), que tenderán a ejercer una presión negativa sobre el superávit exterior. Estos límites a la corrección del desequilibrio exterior a través de las mejoras de competitividad basadas en la moderación de precios y salarios

59 Véase B. Anghel, S. de la Rica y A. Lacuesta (2013), *Employment polarisation in Spain over the course of the 1997-2012 cycle*, Documentos de Trabajo, n.º 1321, Banco de España.

60 El capítulo 3 de este Informe muestra cómo, aun siendo relevante, la magnitud del impacto de la ganancia de competitividad sobre las exportaciones es relativamente moderada.

subrayan la necesidad de identificar y superar las trabas de naturaleza estructural que limitan el crecimiento de la productividad a largo plazo, y de aplicar las políticas que permitan abordar esas deficiencias.

La materialización de las perspectivas positivas en torno a la economía española depende de la capacidad de la UE y de la UEM de alcanzar un crecimiento equilibrado.

Más allá de los factores internos y de naturaleza global mencionados anteriormente, la evolución de la economía española se encuentra fuertemente condicionada por los desarrollos en la UE y en la UEM, que conforman su entorno exterior más inmediato. Por ello, resulta necesario reducir las divergencias macroeconómicas excesivas entre las economías de los países miembros, mejorar las perspectivas a medio plazo del conjunto y evitar así que se consolide un escenario de bajo crecimiento. En este sentido, sigue habiendo un número importante de países con desequilibrios excesivos según los exámenes de la Comisión Europea. Además, la elevada persistencia de elevados superávits de balanza por cuenta corriente en algunos países limita el necesario ajuste interno del área del euro y pone en evidencia la existencia de rigideces estructurales que limitan un comportamiento más dinámico de la demanda interna en estas economías.

El estímulo de la política monetaria debería complementarse con la acción sinérgica de una apropiada combinación de políticas a escala nacional y supranacional.

Como han venido señalando de forma reiterada la Comisión Europea y el propio BCE, en las actuales circunstancias el estímulo extraordinario que proporciona la política monetaria debería complementarse con la acción sinérgica de, por un lado, reformas estructurales que incrementen la productividad y mejoren la capacidad de ajuste de las economías de los países del área y, por otro lado, políticas fiscales que compatibilicen el fomento del crecimiento económico con el cumplimiento de los requisitos de sostenibilidad presupuestaria⁶¹.

La salida del Reino Unido y el auge del populismo en algunos países han situado a la UE frente a una encrucijada que debe servir para fortalecer los fundamentos de la Unión.

En el ámbito colectivo, los desarrollos acaecidos a lo largo de 2016 han evidenciado la encrucijada en la que se encuentra el proceso de integración europeo, justo cuando se cumplen sesenta años de la firma del tratado fundacional de la UE. La notificación a finales de marzo por parte del Gobierno británico de la intención del Reino Unido de abandonar la UE ha supuesto el inicio de un proceso de negociación complejo, que previsiblemente finalizará en 2019. En el marco de dicho proceso, habrán de acordarse la modalidad concreta de la salida y el futuro marco de relaciones entre ambas partes. Es importante también que el proceso de reflexión sobre su futuro en el que se encuentra inmersa la UE dé lugar a un fortalecimiento de los fundamentos mismos de la Unión —la libre circulación de personas, bienes, servicios y capitales— y a la profundización del mercado único, removiendo las numerosas barreras regulatorias que hoy obstaculizan, en particular, la prestación de servicios en otros Estados de la UE y la movilidad de los trabajadores.

Se requieren avances más decididos en el reforzamiento del marco institucional de la UEM, mejorando la convergencia estructural y avanzando hacia elementos comunes de estabilización fiscal.

En el caso de la UEM, no deben caer en el olvido las enseñanzas de la crisis sobre la necesidad de fortalecer el marco de gobernanza y los mecanismos para encauzar los desequilibrios acumulados y establecer, de este modo, las bases de

⁶¹ Véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Sinergias entre política monetaria y políticas nacionales en una unión monetaria», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.

una senda renovada de crecimiento. Los avances realizados hasta ahora —mejoras en la supervisión macroeconómica, puesta en marcha de la Unión Bancaria y creación de mecanismos de asistencia financiera condicional— podrían ser insuficientes para evitar que futuras perturbaciones pongan en entredicho, incluso, la irreversibilidad de la moneda única. Por ello, los Gobiernos deben impulsar la hoja de ruta esbozada en el *Informe de los Cinco Presidentes*, publicado en junio de 2015. A corto plazo, resulta prioritario lograr una auténtica integración financiera de las economías del área del euro, mediante la culminación de la Unión Bancaria a través de la creación de un seguro común de garantía de depósitos y un respaldo fiscal suficiente para el Mecanismo Único de Resolución, y a través de un impulso más decidido al proyecto de la Comisión Europea sobre la Unión de Mercados de Capitales. Además, el perfeccionamiento de los mecanismos de implementación de las recomendaciones que se establecen en el marco del Semestre Europeo permitiría mejorar la convergencia estructural, conduciría a un ajuste más simétrico de los desequilibrios acumulados y contribuiría a incrementar el crecimiento potencial y la inversión. Asimismo, es importante no perder de vista los objetivos de medio plazo para la consecución de una auténtica Unión Económica que se extienda, más allá del ámbito financiero, al ámbito del conjunto de políticas. En este sentido, el capítulo 4 de este Informe discute posibles vías de avance hacia una política fiscal que incorpore mecanismos comunes de estabilización y reduzca la incidencia y los efectos económicos y sociales de futuras crisis.

Tras varias décadas de profundización en el proceso de globalización, que ha dado lugar a importantes aumentos de los flujos comerciales, migratorios y financieros, en los últimos años parece haberse producido una ralentización, e incluso una cierta reversión, de este proceso. En efecto, en el último lustro se ha observado una pérdida de dinamismo del comercio mundial que podría venir explicada por distintos factores, como la debilidad de los componentes de demanda más intensivos en importaciones (como la inversión), el mayor peso de las economías emergentes —que demandan menos productos intensivos en compras al exterior— en el comercio mundial o el retroceso de las cadenas de valor globales. Además, recientemente, las políticas comerciales de algunas economías —y, de manera singular, Estados Unidos— parecen orientarse hacia un mayor proteccionismo (véase gráfico 1). Los análisis disponibles y la experiencia histórica de episodios pasados de intensificación de políticas contrarias al comercio internacional muestran que el proteccionismo comercial es perjudicial para el bienestar y el crecimiento global. A corto plazo, dichas políticas distorsionan la asignación de recursos, provocando pérdidas de eficiencia; a medio y largo plazo, inciden negativamente

sobre la productividad total de los factores, como consecuencia de la menor absorción de conocimiento asociada a la reducción de la apertura comercial, el deterioro de la innovación y de la adopción de nuevas tecnologías y la menor calidad de la gestión empresarial. Estos efectos se acentúan en las economías receptoras de inversión extranjera directa (IED), ya que el comercio tiende a ir ligado a ella¹.

Para ilustrar el posible impacto en la economía global de un hipotético aumento del proteccionismo comercial se han simulado dos escenarios alternativos con el modelo macroeconómico NiGEM². El

- 1 Véase S. Edwards (1998), «Openness, Productivity and Growth: What Do We Really Know?», *The Economic Journal*, 108, pp. 383-398, sobre la relación entre apertura al comercio y productividad total de los factores. Sobre la relación entre comercio e IED, véase Joshua Aizenman e Ilan Noy (2006), «FDI and trade-Two-way linkages?», *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 46, n.º 3, julio, pp. 317-337.
- 2 Véase «Situación y perspectivas de la economía mundial al comienzo de 2017», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España, donde se presentan con mayor detalle los resultados de estos ejercicios de simulación.

EFECTOS DE LA REVERSIÓN DEL PROCESO DE GLOBALIZACIÓN

Gráfico 1
PORCENTAJE DE PRODUCTOS AFECTADOS POR BARRERAS COMERCIALES NO ARANCELARIAS (a)



Gráfico 2
TARIFA ARANCELARIA PROMEDIO



Gráfico 3
VARIACIÓN DE LA POBLACIÓN INMIGRANTE COMO FRACCIÓN DE LA POBLACIÓN TOTAL

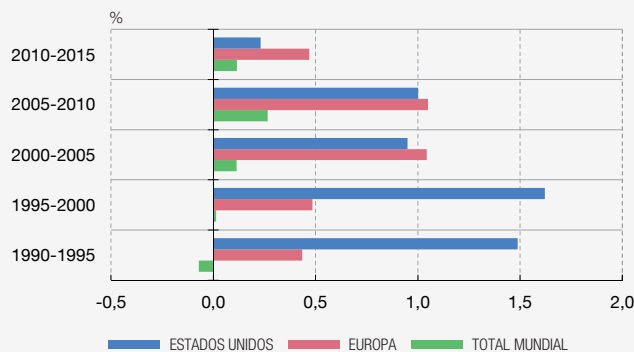
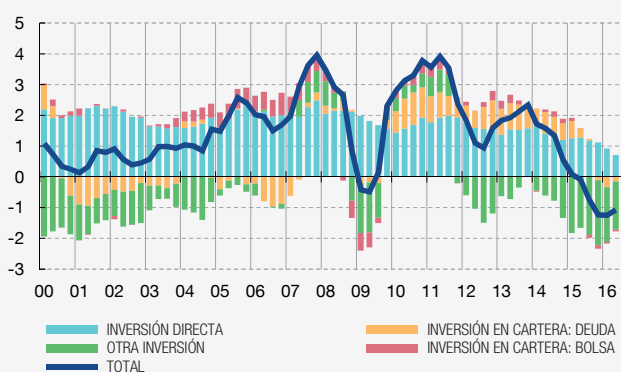


Gráfico 4
FLUJOS NETOS DE CAPITALES: ECONOMÍAS EMERGENTES (% DEL PIB DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES) (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream, Dealogic, Naciones Unidas, Banco Mundial y Banco de España.

- a Véase Bown, Chad P. (2014) Temporary Trade Barriers Database, The World Bank. Available at <http://econ.worldbank.org/ttbd/>
 b Suma móvil de cuatro trimestres.

primer escenario contempla un supuesto incremento de los aranceles de Estados Unidos sobre los productos importados de México y China, como sugería el programa electoral del actual presidente, asumiendo que se producen reacciones similares y de una magnitud equivalente por parte de estos dos países³. El segundo escenario simula una subida generalizada de los aranceles a escala global hasta niveles análogos a los vigentes a finales de los años noventa, antes de la apertura comercial de numerosas economías emergentes, especialmente la china (véase gráfico 2)⁴. En el modelo, el aumento del proteccionismo en Estados Unidos genera un encarecimiento de los bienes y servicios importados, lo cual merma la capacidad de compra de los consumidores, incidiendo negativamente en la demanda externa de los países afectados. Las potenciales represalias inciden asimismo sobre las exportaciones estadounidenses. No obstante, un cambio en la orientación comercial de los países involucrados hacia terceros mercados, y la capacidad de otras economías de ocupar el hueco dejado por las exportaciones de Estados Unidos, en la medida en que las represalias comerciales les afecten negativamente, aminorarían estos impactos negativos. El primer escenario considerado daría lugar a una reducción acumulada del PIB de Estados Unidos y de China de en torno a 2 pp en 2020. El impacto sobre México es mayor, alcanzando 6 pp en ese mismo año. Este ejercicio, no obstante, no tiene en cuenta el cambio en la estructura comercial de estos tres países como consecuencia del aumento arancelario y el posible redireccionamiento de sus flujos comerciales hacia otras áreas mencionado anteriormente. En el segundo escenario, de fuerte intensificación de las medidas proteccionistas, el efecto sobre la actividad mundial sería muy acusado, resultando en una reducción del crecimiento mundial de alrededor de 0,8-1,2 pp en el período 2017-2020.

Por lo que se refiere a la inmigración, los flujos de personas entre países han venido creciendo de forma sostenida en los últimos veinticinco años (véase gráfico 3). En general, los orígenes y des-

tinios de la migración económica están determinados, por un lado, por las tendencias económicas y demográficas en curso y, por otro, por las políticas migratorias en las economías avanzadas. A futuro, estas últimas podrían adoptar, en algunos casos, una orientación más restrictiva. En el corto plazo, las mayores restricciones a la migración pueden favorecer al segmento de población nacional con cualificaciones similares a las del inmigrante medio. Sin embargo, a más largo plazo, medidas de esta naturaleza conllevan efectos adversos, ya que reducen el crecimiento de la fuerza laboral y, por tanto, del producto potencial. Además, las trabas a la inmigración merman una fuente importante de financiación de los sistemas públicos de pensiones y sanidad para los países más afectados por el envejecimiento de la población. Para los países emisores, la emigración comporta efectos de diverso signo, pues, por un lado, supone una merma de población en edad de trabajar y, en el caso de migrantes con altos niveles de cualificación, del capital humano de la economía, pero, por otro lado, aporta una importante fuente de financiación externa, a través de las remesas enviadas a los países de origen.

En el ámbito de los flujos de capitales, se ha producido una reducción notable en los últimos años, como resultado de factores tanto de oferta como de demanda, incluyendo ciertos cambios regulatorios. Además, parece que, entre sus determinantes, cada vez predominan más los factores de carácter global o externos al país receptor (factores de empuje) frente a los idiosincrásicos del propio país (factores de atracción)⁵. Ello explicaría la disminución de los flujos dirigidos hacia las economías emergentes (véase gráfico 4), fenómeno que podría limitar el avance en su proceso de convergencia. En este sentido, existe un cierto consenso sobre el hecho de que los efectos de los flujos de capital para las economías receptoras dependen tanto de su composición como de las características de estos países. Se ha demostrado que la inversión extranjera directa, que suele ser más estable, comporta beneficios claros en términos de crecimiento y de transferencias de tecnología para los países emergentes. Por tanto, de cara al futuro es probable que una reducción de esta clase de flujos, asociada, por ejemplo, a las trabas a que empresas de economías desarrolladas operen fuera de sus países de origen, tenga un impacto significativo sobre el crecimiento de las economías en desarrollo.

3 Los escenarios se instrumentan introduciendo una subida de los precios de importación y una caída del volumen de exportaciones, cuya magnitud se calibra a partir de las exposiciones comerciales bilaterales y las elasticidades-precio de la demanda de importaciones. El rango de elasticidades del comercio a los aranceles se corresponde con el estimado en Rubini Loris (2011), *Innovation and the Elasticity of Trade Volumes to Tariff Reductions*, EFIGE Working Paper 31.

4 Lo que supone una subida del arancel medio (ponderado) efectivo hasta el 5%. En 2012 (último dato disponible) era del 2,9%, de acuerdo con el Banco Mundial.

5 Véase, por ejemplo, Á. Estrada, L. Molina, P. Sánchez y F. Viani (2017), «Hacia una gestión eficiente de los flujos de capitales», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

Como se señala en el texto principal, el crecimiento del PIB español entre los años 2014 y 2016 ha sido 3,2 pp mayor, en términos acumulados, de lo previsto en la primavera de 2014¹. En el mismo período, la desviación registrada en el conjunto del área del euro ha sido comparativamente mucho menor, ascendiendo solamente a tres décimas. En este recuadro se evalúa el papel desempeñado por diversos factores responsables de las desviaciones entre el crecimiento observado y el proyectado tanto en España como en la UEM, así como la magnitud relativa de esas sorpresas entre ambas áreas económicas. Estos factores son la bajada no prevista del precio del petróleo y otras materias primas, la orientación más expansiva de la política monetaria, el tono más laxo de la política fiscal y el menor crecimiento de los mercados mundiales (véase cuadro 1)². Con la excepción del último, estos elementos habrían tenido un impacto sobre la actividad más positivo del previsto. Además, como se muestra en el recuadro, todos ellos impactaron de modo menos favorable sobre el PIB del área del euro que sobre el español.

Por lo que respecta al precio del petróleo, su nivel medido en euros llegó a situarse, en el promedio de 2015, un 32 % por debajo del nivel asumido para ese año en la primavera de 2014, si bien esa desviación se redujo hasta el 14 % en 2016. Dado que la demanda de los bienes energéticos es relativamente inelástica, la caída del precio del petróleo comportó un aumento directo

de la capacidad de compra de los hogares, que en parte fue destinada al ahorro y en parte a la adquisición de bienes y servicios distintos de los afectados directamente por el descenso del precio del crudo. En España, este aumento de la renta real es mayor que en la UEM, tanto porque los derivados del petróleo tienen un peso más elevado en la cesta de consumo de los hogares como porque los impuestos de cuantía fija constituyen una proporción inferior del precio unitario³. Así, en el bienio 2015-2016 el componente energético del IAPC contribuyó en nueve décimas al diferencial negativo acumulado de inflación de -1,3 pp frente al área del euro en términos del indicador general.

Además, el descenso de la cotización del petróleo genera una disminución de los costes de producción en las industrias en las que esta materia prima es un consumo intermedio, lo que se traduce en un aumento de márgenes y en una posible reducción de precios de los productos finales, en proporciones que dependen, entre otros factores, del grado de competencia en los correspondientes mercados. Ahora bien, mientras que el peso del petróleo dentro de la estructura de costes de la economía del conjunto del área del euro era, de acuerdo con las tablas *input-output*, del 1,5 % en 2013 (último año para el que se dispone de esta información), esa proporción ascendía al 2,2 % en España⁴. Por consiguiente, las fluctuaciones del precio del petróleo no solo afectan más a la renta real de los hogares en nuestro país, sino que además se trasladan a los costes de producción en mayor medida. En conjunto, de acuerdo con las estimaciones realizadas, la reducción de los precios del petróleo habría aportado 0,6 pp al crecimiento del

1 El punto de comparación son las *Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro*.

2 Los resultados presentados en este recuadro se han obtenido mediante simulaciones realizadas con los modelos macroeconómicos utilizados por los bancos centrales nacionales del Eurosistema para la elaboración de las proyecciones agregadas del conjunto del área del euro y de cada uno de los países que la integran. En el caso de la economía española, este modelo es el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE). Cabe la posibilidad, por tanto, de que una parte de las diferencias entre los resultados para ambas áreas se deba a las diferencias metodológicas, cuya cuantificación precisa es muy compleja.

3 Véase el *recuadro 4.2 del Informe Anual, 2014*, del Banco de España.

4 Además, el uso del petróleo por unidad de PIB es superior en España al que se observa en el área del euro. En concreto, aunque el consumo de energía por unidad de producto es similar en ambos casos, el peso de los productos petrolíferos dentro del consumo final de energía (del 50 % en el caso de España) supera en 9 pp al del conjunto de la UEM. El recuadro 3.2 proporciona una visión ampliada de la dependencia energética de la economía española.

Cuadro 1
CONTRIBUCIONES ACUMULADAS ESTIMADAS DE DISTINTOS FACTORES TRANSITORIOS A LA EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA
Y DEL ÁREA DEL EURO EN 2014-2016

	2014		2015		2016		Promedio	
	España	Área del euro	España	Área del euro	España	Área del euro	España	Área del euro
Efecto acumulado sobre el nivel del PIB (pp)								
Política monetaria	0,1	0,0	1,0	0,6	1,7	1,5	0,6	0,5
Política fiscal	0,0	-0,1	0,3	0,2	0,8	0,2	0,3	0,1
Mercados mundiales	0,1	0,1	-0,3	-0,8	-1,5	-1,8	-0,5	-0,6
Precio del petróleo y otras materias primas	0,0	0,0	0,3	0,3	1,1	0,6	0,4	0,2
Efecto total	0,2	-0,1	1,2	0,2	2,2	0,6	0,7	0,2

FUENTES: Estimaciones propias, a partir de los modelos utilizados en los ejercicios de proyección del Eurosistema.

producto del área del euro en el período 2014-2016, frente a 1,1 pp en España (véanse cuadro 1 y gráfico 1)⁵.

Por lo que respecta a la política monetaria, las actuaciones adoptadas en el último trienio, en el ámbito de las políticas tanto convencionales como no convencionales, han contribuido a que el tipo de cambio efectivo nominal se depreciara en ese período en torno a un 14 % y a que los costes de financiación del conjunto de agentes de la economía española hayan experimentado una disminución sustancial, que, hasta finales de 2016, se cifra, por ejemplo, en unos 230 pb en el caso de la deuda pública a diez años y en unos 70 pb en el caso de la financiación bancaria a las sociedades no financieras. De acuerdo con las estimaciones disponibles⁶, estas medidas de política monetaria habrían impulsado algo más el crecimiento en España (1,7 pp) que en el conjunto del área del euro (1,5 pp)⁷.

- 5 Los impactos estimados de la caída más reciente del precio del petróleo según los modelos disponibles deben ser interpretados con cautela. En particular, los modelos reflejan los efectos observados en el promedio histórico. En este sentido, el efecto positivo sobre la actividad que se derivaría del último episodio de descenso de estos precios podría estar sobreestimado, dado que la política monetaria no pudo reaccionar plenamente a él, pues los tipos de interés nominales habían alcanzado su cota inferior. En sentido contrario, los modelos tampoco son capaces de captar los efectos de la política monetaria no convencional.
- 6 Véanse el capítulo 3 del Informe Anual, 2015 del Banco de España y P. Burriel y A. Galesi (2016), *Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries*, Documentos de Trabajo, n.º 1631, Banco de España.
- 7 Esa diferencia, de magnitud modesta, podría explicarse por el éxito de estas políticas a la hora de reducir el grado de fragmentación de los mercados financieros del área, que comenzó a hacerse visible tras

En comparación con lo que se proyectaba en la primavera de 2014, la política fiscal, a su vez, ha mantenido en el período 2014-2016 un tono más expansivo, con un mayor deterioro de lo previsto del saldo primario ajustado de ciclo, tanto en el área del euro como, sobre todo, en España. En concreto, según las estimaciones actuales, el empeoramiento acumulado del saldo primario ajustado de ciclo en el área del euro habría sido tres décimas mayor que el que se esperaba hace tres años, mientras que la magnitud de esa diferencia en el caso de España habría sido de 1,8 pp. De este modo, se estima que este curso de la política fiscal habría añadido 0,8 pp al crecimiento del PIB de España en el conjunto de estos dos años, frente a 0,2 pp en el caso del área del euro.

Estos impulsos positivos tanto de demanda (monetaria y fiscal) como de oferta (petróleo) habrían compensado con creces los efectos de signo contrario de la evolución más desfavorable de lo esperado de los mercados de exportación en el período analizado, lo que habría restado, según las estimaciones realizadas, 1,5 pp al aumento del producto en España y 1,8 pp en la UEM⁸.

En suma, el conjunto de factores considerados, que no pudieron ser anticipados hace tres años, habría tenido un impacto positivo

los primeros episodios de la crisis de la deuda soberana europea, a partir de 2010, y que afectó con especial intensidad al grupo de países considerados como más vulnerables, entre los que se encontraba España. Adicionalmente, en España la relajación de la política monetaria convencional ha tenido un impacto positivo comparativamente mayor sobre las rentas después de intereses de los hogares endeudados, dada la prevalencia de la financiación a tipo variable (véase recuadro 1.3).

- 8 Este resultado se debe a que, para el resto de países, la composición de los mercados es tal, que, por término medio, registraron una caída mayor.

PIB EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO
Tasas de variación anuales

Gráfico 1
ESPAÑA: PIB SENDA OBSERVADA, SENDA PROYECTADA EN JUNIO DE 2014
Y CONTRIBUCIÓN DE LOS DISTINTOS FACTORES TRANSITORIOS

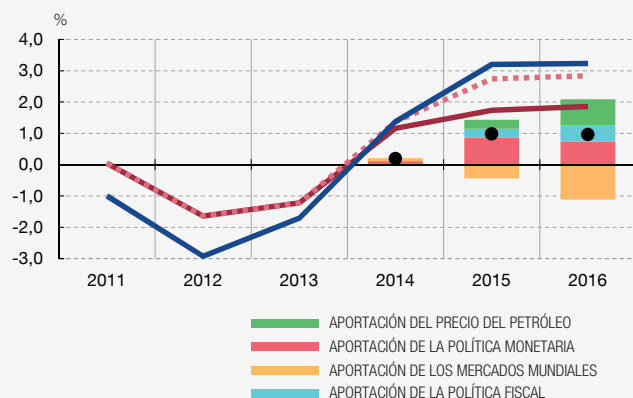
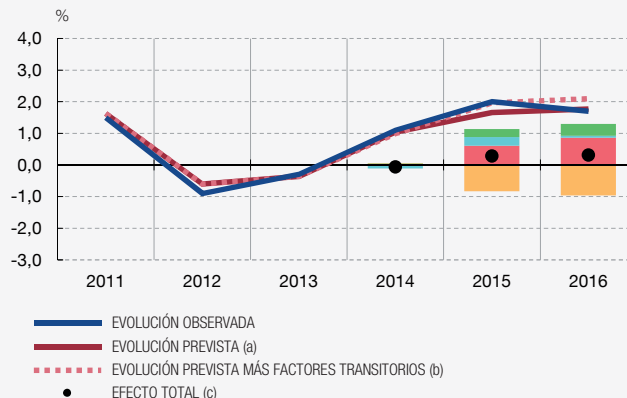


Gráfico 2
ÁREA DEL EURO: PIB SENDA OBSERVADA, SENDA PROYECTADA EN JUNIO DE 2014
Y CONTRIBUCIÓN DE LOS DISTINTOS FACTORES TRANSITORIOS



FUENTES: Estimaciones propias, a partir de los modelos utilizados en los ejercicios de proyección del Eurosistema.

- a «Evolución prevista» se refiere a la proyectada en el ejercicio de previsiones del Eurosistema de junio de 2014 (fecha de cierre: 21 de mayo de 2014).
- b «Evolución prevista más factores transitorios» hace referencia a la suma de la senda de la nota (a) más las aportaciones de los distintos factores transitorios.
- c Aportación conjunta de los cuatro factores. Es la diferencia entre la «Evolución prevista más factores transitorios» y la «Evolución prevista».

sobre el crecimiento del PIB de mayor magnitud en España (2,2 pp) que en el área del euro (0,6 pp). Ahora bien, la diferencia entre la sorpresa del crecimiento del PIB y la parte explicada por los errores en los supuestos acerca de la evolución de los cuatro factores anteriores es positiva en España (1 pp) y negativa en el área del euro (-0,3 pp), sugiriendo la presencia de causas adicionales a la hora de explicar el diferencial de crecimiento entre ambas áreas

durante estos años. En particular, el signo positivo de esa diferencia en el caso español sugiere la existencia de elementos idiosincrásicos que habrían ejercido un impacto dinamizador adicional, entre los que se incluirían los efectos de las reformas puestas en marcha en los últimos años y la corrección de los desequilibrios observada desde el inicio de la crisis (véase el [capítulo 2 del Informe Anual, 2015](#)).

En este recuadro se analiza el impacto que una subida de los tipos de interés a corto y largo plazo tendría sobre las rentas de los hogares, las empresas y las AAPP españolas. Para ello, se considera un horizonte de tres años (2017-2019), partiendo de los datos observados hasta finales de 2016, y se evalúan un escenario base y otros tres alternativos, que incluyen diversas situaciones hipotéticas en las que se producirían subidas en los tipos de interés de mercado.

El escenario base, que coincide con las proyecciones centrales del último escenario macroeconómico publicado por el Banco de España¹, contempla una subida gradual y moderada de los tipos de interés de mercado, conforme a las expectativas implícitas en las curvas de rentabilidad del mercado. Los escenarios alternativos, que incorporan subidas hipotéticas de los tipos de interés, contemplan un aumento, a título meramente ilustrativo, de 100 pb por encima de los niveles del escenario central. En el primero de ellos, la subida se limita a las rentabilidades hasta un plazo de un año; en el segundo, al tramo medio y largo de la curva; y, en el tercero, se desplaza al alza toda la curva de tipos de interés. Con el fin de simplificar el ejercicio, en estos tres escenarios se supone que las variables macrofinancieras, como el PIB y el volumen de deudas o de activos, no se ven afectadas por la perturbación en los tipos de interés. Por tanto, el efecto sobre las rentas de los agentes se produce exclusivamente a través del impacto sobre los ingresos por los intereses recibidos de los activos y los pagos por intereses asociados a las deudas.

Para simular el impacto sobre la remuneración media de los depósitos y el coste de los saldos de crédito de los hogares y las empresas no financieras, se han utilizado ecuaciones estimadas con información histórica que miden la traslación habitual desde los tipos de mercado a estas rentabilidades. En el caso de las emisiones de deuda de las AAPP y las empresas, se han tenido en cuenta el calendario de vencimientos de la deuda viva y las necesidades futuras de financiación. Asimismo, se ha supuesto que, en las nuevas emisiones, la proporción entre valores a corto y a largo plazo será la misma que el Tesoro ha fijado para el año 2017, en el caso de las AAPP, y la observada en septiembre de 2016, en el de las sociedades no financieras.

En los gráficos 1 a 3 se presentan los resultados de las simulaciones para cada uno de los tres sectores analizados. Para las AAPP, sector en el que el grueso de los pasivos tiene vencimiento a largo plazo, el impacto de una subida de los costes de financiación es gradual y, comparativamente, más acusado cuando dicha subida se concentra en el tramo largo de la curva. Así, un incremento de 100 pb en los tipos de interés de corto plazo se traduciría en una carga financiera neta 0,13 pp más elevada en relación con el PIB que en el escenario base al final del horizonte de previsión, mientras que un aumento de la misma cuantía en los tipos de interés a largo

plazo implicaría una elevación de aquella de 0,27 pp. En un escenario en el que ambos tipos aumentan, los pagos por intereses de las AAPP netos de ingresos por depósitos se elevarían en 0,37 pp del PIB en comparación con el escenario base. En todo caso, el hecho de que el efecto de las bajadas observadas hasta ahora en las rentabilidades de mercado no se haya trasladado completamente todavía a los costes medios, debido a la alta duración media de las deudas (alrededor de seis años), hace que, en el corto y medio plazo, el impacto de una eventual subida de los tipos de interés se vea compensado por el progresivo vencimiento de pasivos con un coste significativamente superior. En concreto, en el ejemplo anterior, en el que toda la curva de tipos se eleva 100 pb, los pagos netos por intereses en relación con el PIB se seguirían situando a lo largo de todo el horizonte en niveles que no llegarían a superar los registrados a finales de 2016. Lógicamente, incrementos de los tipos de interés de una magnitud superior a la que se ha considerado en los ejercicios anteriores o un nivel de deuda pública más elevado llevarían a que la carga neta por intereses de las AAPP se situase en niveles superiores a los actuales.

Por su parte, como se observa en el gráfico 2, la carga neta por intereses del sector empresarial es más sensible a aumentos en los tipos de interés a corto plazo que en los de largo, lo que refleja el predominio de financiación con vencimiento próximo y a tipo variable. Esta misma característica hace que la traslación de los movimientos en los tipos de interés del mercado a los costes medios de los saldos sea más rápida que en el caso de las AAPP, aunque es menor que en el pasado reciente, como consecuencia del importante desendeudamiento del sector durante los últimos años. Concretamente, una subida de 100 pb en los tipos de interés del mercado monetario resultaría en un incremento en la carga financiera bruta del sector de 1,98 pp en relación con su excedente bruto de explotación (EBE) al final del horizonte de previsión, y de 1,56 pp en los intereses netos pagados (esto es, una vez descontados de los mayores pagos asociados a los pasivos el incremento en la remuneración de los depósitos). En el caso de una subida de los tipos de interés a largo plazo, la carga financiera neta (y bruta) apenas se incrementaría en 0,11 pp. Combinando las dos perturbaciones, se obtiene un impacto neto de 1,66 pp sobre el EBE al cabo de tres años (y de 2,08 pp en términos brutos). A diferencia de lo que ocurre en el caso de las AAPP, en los escenarios que contemplan aumentos en los tipos de interés la carga financiera neta se acabaría situando por encima del nivel registrado a finales de 2016, lo que refleja el hecho de que el margen en la bajada de los costes medios de financiación prácticamente ya se ha agotado.

En el caso de las familias, dados el predominio de la financiación a tipo de interés variable y la duración corta de los depósitos, los gastos e ingresos financieros están fundamentalmente ligados a las variaciones en los tipos de interés de corto plazo y son prácticamente insensibles a los cambios en el tramo largo de la curva de rentabilidades. Concretamente, el impacto asociado a una subida de 100 pb en los tipos de interés a corto plazo sobre los pagos por los intereses de las deudas contraídas ascenderían a

¹ Véase el recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

0,7 pp de la renta bruta disponible (RBD) al final del horizonte considerado (véase gráfico 3). Cuando se tiene en consideración el efecto de ese hipotético incremento de tipos sobre las rentas

netas del sector, el impacto es más moderado, de apenas 0,15 pp de la RBD. Ello refleja el hecho de que, para el conjunto del sector, los mayores pagos por los intereses de las deudas contraídas

Gráfico 1 ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. CARGA FINANCIERA NETA (a)

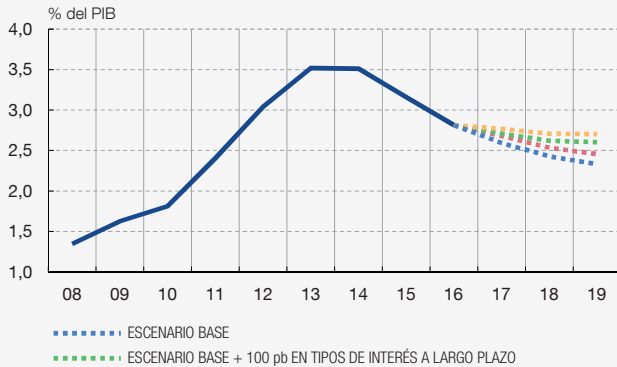


Gráfico 2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CARGA FINANCIERA NETA (a)

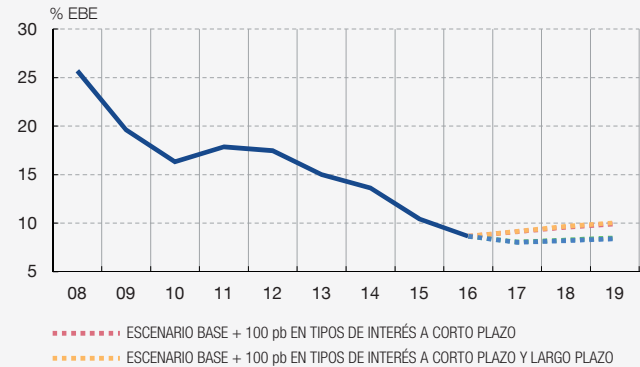


Gráfico 3 HOGARES. CARGA FINANCIERA NETA (a)

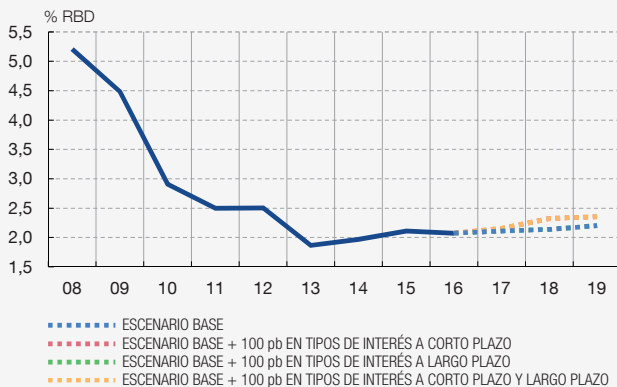


Gráfico 4 HOGARES. GASTOS E INGRESOS FINANCIEROS

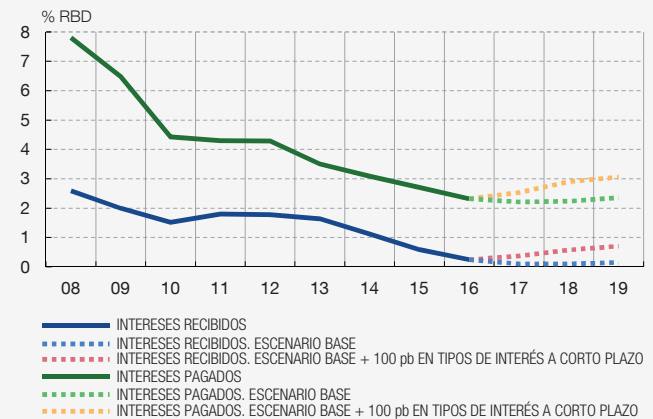


Gráfico 5 IMPACTO NETO MEDIO DE LA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS EN 100 pb SOBRE LA RENTA DE LAS FAMILIAS. DESGLOSE POR EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA (b)

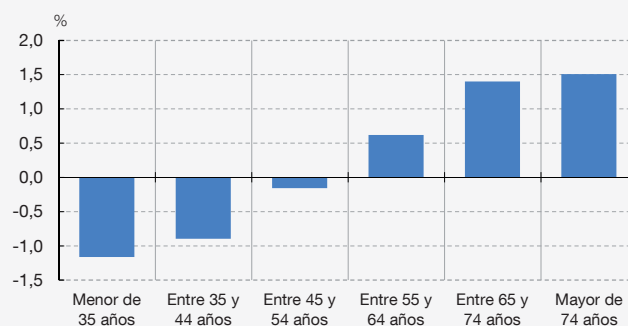
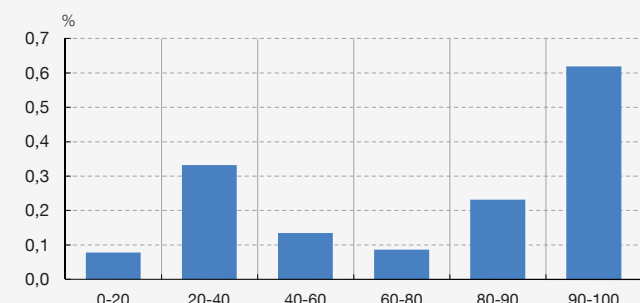


Gráfico 6 IMPACTO NETO MEDIO DE LA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS EN 100 pb SOBRE LA RENTA DE LAS FAMILIAS. DESGLOSE POR PERCENTIL DE RENTA (b)



FUENTES: EFF (2014), Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Intereses pagados por financiación recibida menos los cobrados por depósitos.
- b Se define el impacto neto como: (Incremento de los ingresos por intereses en depósitos a plazo – Incremento de los gastos por servicio de la deuda) / Renta del hogar. El aumento de los gastos por servicio de la deuda se calcula para los hogares con deudas a tipo flexible. El aumento de los ingresos por intereses de depósitos se calcula para todos los hogares poseedores de algún depósito, siendo el impacto, en el caso de los depósitos a la vista, de +15 pb en lugar de +100

(equivalentes a 0,70 pp de la RBD al final del horizonte considerado) se ven prácticamente compensados por el aumento de la remuneración de los depósitos del sector (0,55 pp de la RBD) (véase gráfico 4). En este sentido, el notable desendeudamiento de las familias durante los últimos años ha contribuido a que se modere sustancialmente el efecto renta negativo asociado a aumentos en los tipos de interés.

En cualquier caso, hay que tener en cuenta que detrás de estos impactos agregados dentro de los sectores de empresas y familias puede ocultarse una distribución muy heterogénea de estos que puede tener implicaciones considerables sobre su incidencia en las decisiones de gasto. Así, por ejemplo, en el caso de los hogares, el impacto sobre el consumo de los efectos renta vinculados a aumentos de los tipos de interés dependerá no solo de cuál sea el tamaño de estos efectos para el conjunto del sector, que, como se ha visto, se estima que serían reducidos, sino también de la medida en que estos varíen entre grupos de población con distinta propensión marginal a consumir. La información desagregada de la EFF revela que un incremento de los tipos de interés (concretamente, de los de corto plazo) tendría una incidencia negativa sobre la renta de aquellos hogares cuyo cabeza de familia está en los tramos bajos de edad (véase gráfico 5), que son aquellos en los que, en principio, la propensión marginal al consu-

mo es mayor. En contraposición, los impactos serían positivos en los grupos de mayor edad, en los que la prevalencia de deudas es menor. Un análisis en función del nivel de ingresos del hogar muestra que los impactos medios de aumentos en los tipos de interés serían positivos y por un importe reducido en todos los tramos de renta², aunque ligeramente mayores en los grupos en los que esta es más elevada, en los que se sitúan las familias con menor propensión marginal a consumir (véase gráfico 6)³. Estos resultados sugieren, por tanto, que en el caso de las familias el impacto sobre el consumo asociado a los efectos renta de aumentos en los tipos de interés sería algo más desfavorable de lo que se deduce a partir de los análisis basados en datos agregados.

- 2 A diferencia de lo que ocurría en el análisis agregado del gráfico 3, el impacto agregado que se deduce del análisis de la EFF (gráficos 4 a 6) es ligeramente positivo (aumento de las rentas). Ello es debido a que en este último caso se ha evaluado exclusivamente el efecto sobre los hogares de la última ola de la Encuesta, suponiendo que las deudas no se renuevan. En el ejercicio agregado, en cambio, se supone implícitamente que una parte de las deudas se renueva en condiciones de mercado.
- 3 Un análisis en función de los niveles de riqueza neta muestra que los impactos medios de aumentos en los tipos de interés sobre las rentas netas de las familias serían crecientes con el patrimonio neto (negativos para las familias situadas en los dos cuartiles inferiores de la distribución de esta variable y positivos y crecientes en función de ella en la mitad superior de su distribución).

2 LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS Y SUS DECISIONES DE INVERSIÓN

Resumen

Los factores financieros han desempeñado un papel importante en la reciente recuperación de la inversión de las empresas no financieras españolas. Por una parte, la mejoría de la situación económica y patrimonial de las compañías ha contribuido a aumentar los recursos disponibles para financiar sus proyectos de inversión. Concretamente, el incremento del ahorro empresarial ha facilitado la financiación interna, al tiempo que el saneamiento de los balances empresariales (desapalancamiento) y las mejores perspectivas de rentabilidad han facilitado el acceso a los fondos externos. Por otra parte, el reforzamiento de los balances de los bancos, principales oferentes de financiación, tras el proceso de reestructuración y recapitalización llevado a cabo por el sector, también ha influido en la misma dirección, al reducir algunos obstáculos que limitaban las posibilidades de concesión de préstamos. De este modo, la proporción de empresas españolas con restricciones a la financiación externa, que durante el peor momento de la crisis llegó a ser muy superior a la observada en el conjunto de la UEM, se ha ido reduciendo progresivamente, llegando a converger con los registros promedio del área del euro.

Esta visión agregada es el resultado de realidades muy distintas dentro del sector empresarial. Así, durante la etapa de recuperación económica una proporción significativa —aunque decreciente— de empresas, que se caracterizan por presentar una posición patrimonial comparativamente más débil, se encontraba todavía inmersa en procesos de desendeudamiento y su volumen de inversión era insuficiente para cubrir la depreciación de su capital fijo. Por otra parte, existe un número creciente de empresas que presentan una situación patrimonial de mayor fortaleza y que han hecho uso de la financiación externa para ampliar su capacidad productiva.

Durante los últimos años, la asignación del crédito está siendo más eficiente en comparación con lo observado antes de la crisis. Concretamente, los recursos tienden a dirigirse hacia empresas que presentan una situación económica y financiera comparativamente más favorable y son más productivas. Los factores de oferta parecen haber desempeñado algún papel en esta evolución, ya que existe evidencia de que los bancos habrían mejorado la selección de sus prestatarios en comparación con la situación anterior a la crisis. Este cambio de actitud de los intermediarios podría estar vinculado tanto a la experiencia de la crisis, que tuvo un impacto muy acusado sobre este sector, como a los cambios introducidos en la regulación como respuesta a esta. En particular, los requerimientos regulatorios aplicados a las entidades de crédito se han endurecido significativamente con carácter global con el fin de reflejar el verdadero nivel de riesgo asumido por estas. Aunque estas medidas pueden traducirse en el corto plazo en una reducción y encarecimiento de la oferta de crédito bancario y favorecer también una cierta desintermediación, cabría esperar que hicieran que el sistema financiero fuera más estable y que hubiera contribuido también a la mejor selección de prestatarios observada en los últimos años.

Por último, se está produciendo un proceso de desintermediación de la financiación de las empresas españolas. Aunque se trata de un fenómeno global, su intensidad ha sido algo más marcada en España, donde el grado de bancarización ha sido tradicionalmente mayor que en otras economías de nuestro entorno. La mayor diversificación de las fuentes de financiación puede favorecer que las empresas sean menos vulnerables a potenciales perturbaciones de distinta naturaleza. Con todo, este proceso de desintermediación se está limitando fundamentalmente a las compañías grandes.

Desde el inicio de la recuperación de la economía española, la inversión productiva privada ha presentado un dinamismo notable, en un contexto de desendeudamiento intenso por parte del conjunto de las empresas no financieras. De este modo, tiene interés analizar a través de qué instrumentos se ha financiado durante los últimos años la expansión de la formación bruta de capital fijo en nuestra economía. Para abordar esta cuestión es necesario complementar la visión que proporcionan los datos agregados con el análisis de la información más granular. Este último enfoque permite dar algunas respuestas a cuestiones relevantes, tales como la identificación de las características de las compañías con un mayor dinamismo inversor, el origen de los fondos destinados a la inversión y la evolución del grado de acceso a la financiación externa¹ y de sus determinantes.

El desendeudamiento agregado del sector de sociedades no financieras de los últimos años ha sido compatible con una reasignación entre empresas de los flujos de financiación y con ciertos cambios en los canales de financiación empresarial. En este contexto, es relevante analizar las características de las compañías hacia las que se dirige el nuevo crédito y si ha mejorado durante el período reciente el grado de eficiencia en su asignación, entendido como la medida en que el crédito se destina hacia aquellas empresas con una mejor situación económica y financiera.

Asimismo, durante los últimos años se ha producido un proceso de desintermediación de la financiación empresarial, de modo que el peso relativo del crédito bancario se ha moderado. En este sentido, resulta de interés estudiar el reciente aumento del grado de diversificación de las fuentes de financiación empresariales, en un entorno en el que ciertos factores, de naturaleza tanto temporal como estructural, están favoreciendo un papel creciente de los mercados financieros a la hora de canalizar recursos directamente hacia las compañías no financieras.

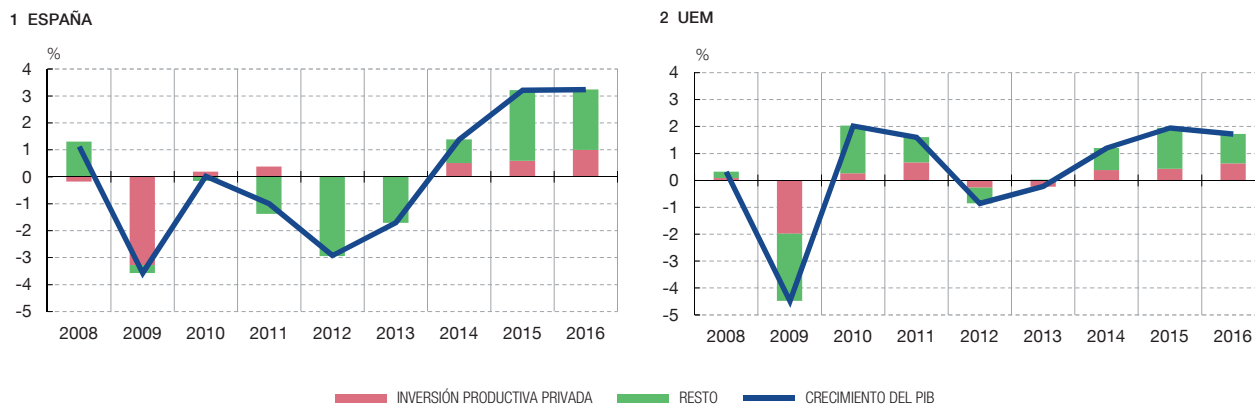
Este capítulo analiza el vínculo entre la inversión y la financiación de las sociedades no financieras españolas durante los últimos años. En particular, en la segunda sección se discute cómo se ha financiado la formación bruta de capital de las empresas españolas durante la etapa de recuperación económica iniciada en la segunda mitad de 2013 y el papel que han desempeñado en esta evolución los cambios en el grado de acceso a la financiación externa. La tercera sección se centra en la relevancia que tiene la estructura de financiación de las compañías para sus decisiones de inversión y en cómo los cambios recientes en esta han afectado a la evolución y perspectivas de la formación bruta de capital en nuestra economía.

2 El papel de la financiación en la recuperación reciente de la inversión de las empresas no financieras

Durante la actual fase de recuperación de la economía española, iniciada en la segunda mitad de 2013, la inversión productiva privada ha desempeñado un papel destacado. Concretamente, este componente de la demanda nacional ha explicado más de una quinta parte del avance del PIB entre 2014 y 2016 (véase gráfico 2.1)². El notable vigor que ha presentado este agregado constituye un elemento diferencial con respecto a lo observado en otras economías de la UEM, en las que la recuperación económica está siendo más débil y lenta, lastrada en parte por el escaso dinamismo de la

¹ La financiación externa se refiere a los fondos que no proceden de la autofinanciación de la empresa a través de beneficios retenidos.

² Por componentes, la recuperación ha sido especialmente intensa en la inversión en bienes de equipo y en equipos de transporte, que, en promedio y en términos reales, han mostrado un avance del 7% y del 10%, respectivamente, en el trienio 2014-2016. La inversión en productos de propiedad intelectual también ha crecido, aunque de forma menos vigorosa (un 3%, en media, en este mismo período).



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.



formación bruta de capital fijo. El buen comportamiento de la inversión productiva privada en España, que en línea con su carácter marcadamente procíclico ha presentado avances superiores a los del PIB, resulta especialmente destacable, en un contexto en el que el sector de sociedades no financieras españolas ha estado inmerso en un proceso de desendeudamiento, que ha descansado en flujos de deuda negativos (aunque paulatinamente menos cuantiosos). En este contexto, es relevante analizar a través de qué instrumentos se ha financiado la expansión de la formación bruta de capital fijo de las compañías españolas durante los últimos años y cómo ha evolucionado el grado de acceso a la financiación externa.

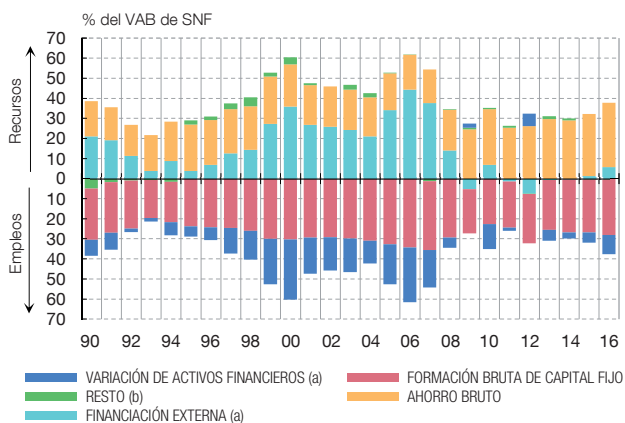
2.1 LOS FLUJOS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

A escala agregada, la principal fuente de financiación de la inversión productiva durante los últimos años ha sido el ahorro bruto de las empresas no financieras.

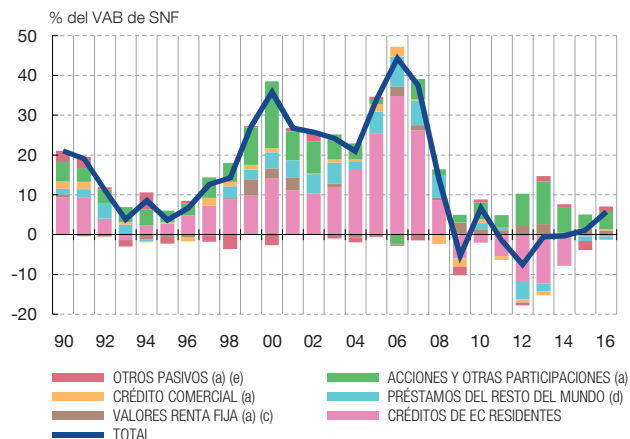
Los datos de la Contabilidad Nacional muestran que la formación bruta de capital fijo de las sociedades no financieras se ha elevado desde el 25 % del valor añadido bruto (VAB) de este sector en 2013 a casi el 28 % en 2016, cifra que se encuentra, en cualquier caso, por debajo de los registros observados antes de la crisis, cuando alcanzó valores próximos al 35 %. Esta evolución ha tenido lugar en un contexto de recuperación de los recursos generados internamente por las empresas, que se ha visto impulsada por el avance de su valor añadido bruto, la evolución contenida que han mostrado los gastos de personal y el retroceso de los gastos financieros³. Así, el ahorro bruto de las sociedades no financieras se ha incrementado sustancialmente, pasando de representar el 25 % de su VAB en 2011 al 32 % en 2016, valores históricamente elevados y muy superiores tanto a los observados tras la recesión de los años noventa como, en general, en las últimas décadas (véase el panel izquierdo del gráfico 2.2). El ahorro bruto del sector ha sido, de hecho, superior a la inversión en capital fijo en los últimos años, lo que ha dado lugar a una capacidad neta de financiación para el conjunto del sector.

³ El avance de las rentas empresariales, que en términos reales han mostrado una evolución más expansiva que en la segunda mitad de los noventa, se ha sustentado en el crecimiento no solo del valor añadido bruto generado por el sector, sino también de los márgenes empresariales, cuya elevación, a su vez, puede haberse visto favorecida por la necesidad de desendeudamiento que todavía presentaban las sociedades no financieras al inicio de la actual fase de recuperación. Así, J. M. Montero y A. Urtasun (2014) encuentran evidencia de la existencia de una relación positiva entre el grado de tensión financiera en cada sector, medido a través de la ratio de endeudamiento, y el crecimiento de sus márgenes sobre coste marginal (véase *Price-cost mark-ups in the Spanish economy: A microeconomic perspective*, Documentos de Trabajo, n.º 1407, Banco de España).

1 FLUJOS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN



2 FINANCIACIÓN EXTERNA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Flujos frente a sectores distintos del de sociedades no financieras.
- b Incluye tranferencias netas de capital menos la diferencia entre la capacidad/necesidad de financiación y las operaciones financieras netas.
- c Incluye emisiones netas de valores por parte de filiales de sociedades no financieras.
- d Excluye crédito comercial y valores emitidos por filiales residentes en el resto del mundo.
- e Incluye ajustes estadísticos.



En cambio, el recurso agregado a la financiación externa en términos netos ha sido prácticamente nulo a lo largo de la etapa actual de recuperación, excepto en 2016, cuando alcanzó una cuantía equivalente al 5,7% del VAB del sector. El ahorro empresarial no destinado a financiar inversión productiva ha sido, hasta 2015, de magnitud similar a la adquisición neta de activos financieros del sector⁴, que, en cualquier caso, ha resultado algo inferior a la registrada durante la recuperación posterior a la crisis de los noventa y mucho menor que la observada entre finales de esa misma década y mediados de la pasada, cuando algunas multinacionales españolas llevaron a cabo procesos de expansión internacional. De este modo, en conjunto, hasta 2015 las sociedades no financieras han cubierto el grueso de su adquisición de activos financieros y reales con rentas generadas internamente.

El recurso de las empresas no financieras a la financiación externa en los últimos años ha sido inferior al observado tras la crisis de los noventa, con una composición por instrumentos distinta. Aunque en los dos episodios de recuperación económica los recursos propios han canalizado el grueso de la financiación externa del sector, su importe (y, en concreto, el asociado a acciones no cotizadas y otras participaciones) ha sido especialmente cuantioso durante la recuperación actual (véase el panel derecho del gráfico 2.2). En concreto, entre 2013 y 2016 la financiación externa mediante recursos propios del conjunto de las sociedades no financieras alcanzó, en promedio, el 6,3% del VAB del sector, casi 3 puntos porcentuales (pp) más que en el cuatrienio comprendido entre 1993 y 1996⁵.

4 En el análisis que se realiza en esta sección con los datos de las *Cuentas Financieras de la Economía Española* se usan flujos consolidados para el conjunto del sector de sociedades no financieras. Concretamente, se consideran solamente los flujos de activo y pasivo de las empresas frente al resto de sectores.

5 En el volumen de recursos captados a través de fondos propios se englobarían importes resultantes de la conversión de deuda en capital observados en algunas sociedades, proceso que ha tenido una mayor relevancia en los últimos años.

En contraposición, durante los últimos años la deuda se ha seguido contrayendo, a diferencia de lo que se observó en la recuperación de los noventa. El reducido nivel de endeudamiento del que partía entonces el sector corporativo (se situaba por debajo del 45 % del PIB) facilitó su recurso a esta modalidad de financiación, y los fondos canalizados por esta vía se situaron, en promedio anual, próximos al 2 % del VAB empresarial entre 1993 y 1996. Posteriormente, el ritmo de acumulación de deudas se intensificó durante el ciclo expansivo que precedió a la crisis iniciada en 2008, hasta llegar a alcanzar el 45 % del VAB en 2006, resultando en niveles excesivos de endeudamiento empresarial, que ha sido necesario corregir posteriormente. En efecto, el flujo de financiación ajena con coste captado por las sociedades se ha situado en valores negativos desde 2009, aunque desde 2013 esta reducción se ha ido moderando progresivamente, hasta hacerse prácticamente nula en 2016.

Estos flujos de financiación y de inversión agregados pueden ser el resultado de comportamientos muy diversos dentro del sector corporativo. Resulta, por tanto, necesario llevar a cabo un análisis a escala de empresa a la hora de realizar una valoración adecuada del comportamiento inversor de las sociedades no financieras españolas en los últimos años, de su vínculo con los flujos de financiación interna y externa y del papel que la posición financiera ha desempeñado a la hora de explicar la evolución reciente de la inversión.

De acuerdo con la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España⁶, la proporción de sociedades que han invertido ha aumentado en los últimos años. Así, en 2013, cuando se registraron los porcentajes más reducidos desde el inicio de la última crisis, dicha proporción se situó cercana al 51 % en las pymes y al 54 % en las grandes sociedades, cifras que se han elevado en 3 pp y 5 pp, respectivamente, hasta 2015 (último ejercicio disponible). La de aquellas que han invertido una cuantía igual o superior al capital amortizado (es decir, las que presentan una inversión neta positiva⁷) también se ha incrementado durante los últimos años, situándose en 2015 algo por encima del 45 % en ambos segmentos (véase gráfico 2.3).

La recuperación de la formación bruta de capital también se explica por el aumento en la cuantía media invertida por las empresas. Así, los paneles superiores del gráfico 2.3 evidencian que la progresiva recuperación que ha presentado esta variable a escala agregada en los últimos años habría resultado no solo del incremento de la proporción de empresas que expanden su capacidad productiva (es decir, que presentan una inversión superior al capital amortizado), sino también de la elevación en el importe medio de su inversión. En paralelo, la inversión bruta de las sociedades sujetas a procesos de descapitalización siguió descendiendo hasta 2014, pasando a recuperarse en 2015 (véanse los paneles inferiores del gráfico 2.3).

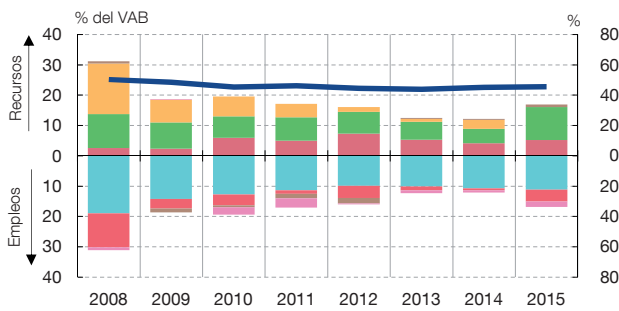
Las empresas con inversión neta positiva han recurrido tanto a la financiación interna como a la externa. Y, dentro de esta última, se han financiado tanto a través de ampliaciones de capital como de recursos ajenos, resultado este último que contrasta con la contracción de la deuda a escala agregada durante este mismo período (véase gráfico 2.3). La importancia relativa de las ampliaciones de capital ha sido comparativamente mayor en el caso de las grandes empresas, mientras que las pymes han recurrido más al endeudamiento.

El recurso a la financiación con deuda por parte de las sociedades cuya inversión neta ha sido positiva se habría visto favorecido por la posición financiera comparativamente más saneada frente al resto de empresas. Concretamente, estas compañías presentaban, en promedio, niveles de endeudamiento más reducidos y una menor carga financiera.

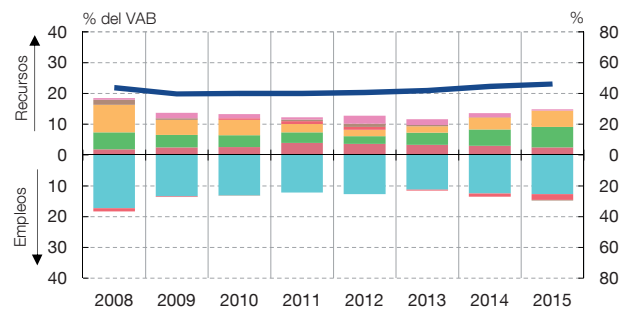
6 La CBI contiene información microeconómica de empresa para unas 600.000 sociedades por año, lo que permite estudiar la evolución reciente de los flujos de inversión y financiación de las sociedades a escala desagregada.

7 En este grupo también se incluyen aquellas cuya inversión neta es igual a cero.

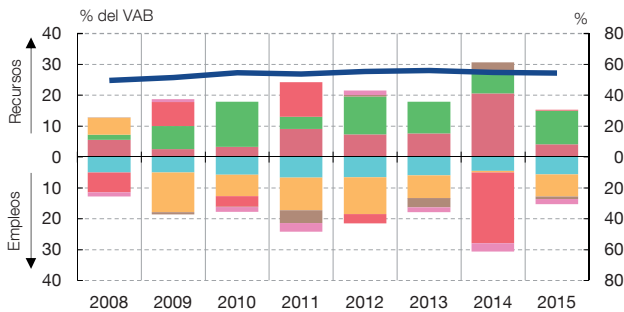
1 FLUJOS DE ACTIVO Y PASIVO DE EMPRESAS GRANDES CON INVERSIÓN NETA NULA O POSITIVA (a) (b)



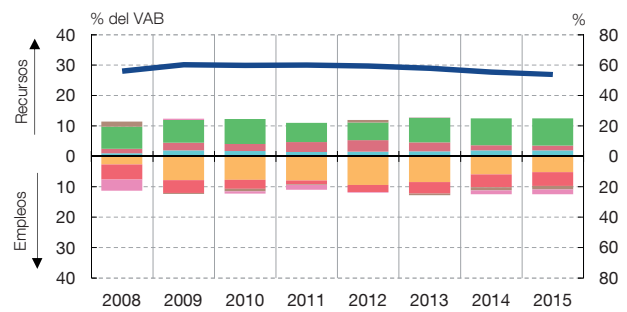
2 FLUJOS DE ACTIVO Y PASIVO DE PYMES CON INVERSIÓN NETA NULA O POSITIVA (a) (b)



3 FLUJOS DE ACTIVO Y PASIVO DE EMPRESAS GRANDES CON INVERSIÓN NETA NEGATIVA (a) (b)



4 FLUJOS DE ACTIVO Y PASIVO DE PYMES CON INVERSIÓN NETA NEGATIVA (a) (b)



- AMPLIACIONES NETAS DE CAPITAL
- FINANCIACIÓN INTERNA
- DEUDA FINANCIERA
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
- INVERSIÓN FINANCIERA
- CRÉDITOS COMERCIALES NETOS (ACTIVO - PASIVO)
- RESTO DE FLUJOS NETO (ACTIVO - PASIVO)
- PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RESPECTO DEL TOTAL (Escala dcha.)

FUENTE: Banco de España.

- a Se entiende por inversión neta el flujo de formación bruta de capital fijo (material e inmaterial) neta de consumos de capital.
- b Definición de tamaños en línea con la Recomendación de la Comisión Europea (2003/361/CE).

Además, eran más productivas y sus ventas mostraban un comportamiento más dinámico. Esta evidencia parece indicar que la posición financiera de las sociedades puede haber sido un factor condicionante de sus decisiones de inversión. Los resultados obtenidos al estimar un modelo de probabilidad lineal parecen apuntar también en esta dirección. Concretamente, como se observa en el cuadro 2.1, la probabilidad estimada de que una empresa presente niveles de inversión neta positivos depende positivamente del crecimiento de sus ventas, su productividad y su rentabilidad en el año previo⁸, y negativamente de su carga financiera y de su endeudamiento (desfasados también un ejercicio). Además, el impacto contractivo de este último factor sobre la probabilidad de que la empresa presente una inversión neta mayor o igual que cero parece haberse intensificado tras la crisis. Estos resultados son acordes con la evidencia disponible en la literatura en relación con el impacto de los factores financieros sobre la inversión, que muestra que una posición financiera poco saneada (asociada, por ejemplo, a un endeudamiento o carga financiera excesivos), controlando por la rentabilidad de las empresas, se traduce en menores niveles de inversión, especialmente cuando la presión financiera soportada supera un cierto umbral⁹.

⁸ El vínculo entre rentabilidad e inversión no es significativo durante el período de crisis, pero sí en el resto de años.
⁹ Para evidencia internacional, véanse, por ejemplo, V. A. Aivazian, Y. Ge y J. Qiu (2005), «The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence», *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 277-291, y L. Lang, E. Ofek y R. M. Sulz (1996), «Leverage, investment, and firm growth», *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 3-29. Para evidencia en España, véase F. Herranz y C. Martínez-Carrascal (2017), *The impact of firms' financial position on fixed investment and employment. An analysis for Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1714, Banco de España.

	Impacto sobre la probabilidad de inversión neta nula o positiva		
	Coefficientes para 2005-2007	Coefficientes para 2008-2013	Coefficientes para 2014-2015
Rentabilidad _{t-1}	0,030***	-0,006	0,024***
Carga financiera _{it-1}	-0,009***	-0,012***	-0,009***
Endeudamiento _{it-1}	-0,038***	-0,065***	-0,058***
Crecimiento de las ventas _{t-1}	0,041***	0,032***	0,032***
Productividad total de factores _{it-1}	0,035***	0,010***	0,041***
Empresas	379.134	534.943	293.894
Observaciones	739.276	1.612.670	401.993

FUENTE: Banco de España.

- a Impactos marginales obtenidos mediante la estimación de un modelo de probabilidad lineal por el método de efectos fijos, con errores estándares corregidos y clusterizados a escala de la empresa. La estimación se realiza con los datos de la Central de Balances Integrada para el período 2005-2015. Todas las regresiones controlan por el sector, el año y por el tamaño de la empresa. *, ** y *** indican significatividad para niveles de confianza del 90 %, 95 % y 99 %, respectivamente.
- b La variable que se ha de explicar toma valor uno si la inversión neta es mayor o igual que cero y cero en caso contrario. La rentabilidad se define como el cociente entre el resultado económico bruto y el volumen medio de activos de la empresa en el período considerado; la carga financiera, como el cociente entre los pagos por intereses por financiación recibida y los ingresos brutos (suma del resultado económico bruto de explotación más los ingresos financieros); y el endeudamiento, como la ratio de deuda sobre activos.

En contraposición, las sociedades para las que la inversión neta ha sido negativa han reducido, en conjunto, sus volúmenes de deuda. Esta disminución se ha apoyado en un incremento de los recursos propios, a través tanto de ampliaciones de capital (sobre todo, en el caso de las grandes compañías) como del ahorro interno. En el caso de las pymes, el desendeudamiento se habría apoyado también en desinversiones en su stock de capital fijo, característica que no se detecta dentro de las grandes compañías, las cuales presentaron una formación bruta de capital positiva en todos los años analizados, aunque por unos importes reducidos. Por otra parte, se observa que, en conjunto, las compañías con inversión neta negativa incrementaron sus tenencias de activos financieros, especialmente las de efectivo y depósitos, lo que podría sugerir que dentro de este grupo de empresas se encuentran algunas cuyo limitado esfuerzo inversor respondería a unas perspectivas de rentabilidad insuficientes o inciertas, y no tanto a la escasez de fondos con los que financiarla.

Durante los últimos años se ha incrementado la proporción de empresas que han mantenido o incrementado sus saldos de crédito bancario. En línea con los anteriores resultados, los datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIR-BE), que contienen información individualizada de los préstamos superiores a 6.000 euros para cada titular, evidencian que la proporción de empresas para las que el saldo de su financiación bancaria no disminuye comenzó a aumentar en 2013. En 2016, dicha proporción se situaba en el 43 %, 8 pp por encima de los registros mínimos de 2012, aunque por debajo de los elevados niveles observados en los años de mayor expansión crediticia, cuando se situó próxima al 52 % (véase el segundo panel del gráfico 2.4).

Las compañías para las que su saldo de financiación bancaria no disminuye se caracterizan por presentar, en promedio, una posición económica y patrimonial más sana que las que reducen su endeudamiento. Concretamente, tienen mayor rentabilidad y un endeudamiento y carga financiera más reducidos, muestran un mayor dinamismo de su actividad (aproximada por el volumen de ventas) y presentan unos niveles más elevados de su productividad total de los factores (véanse los paneles inferiores del gráfico 2.4). Además, las diferencias en los indicadores de situación económica y financiera entre ambos grupos de empresas parecen haberse ampliado durante los últimos años, y se

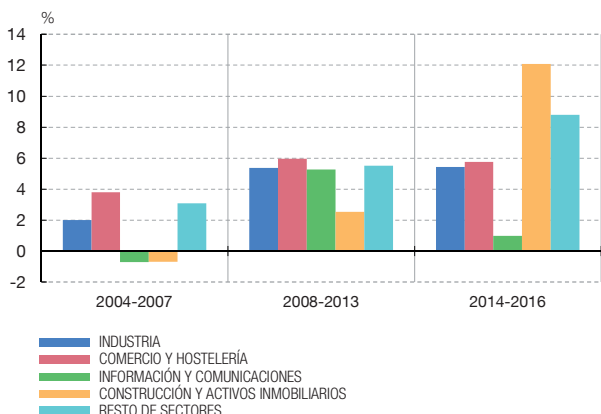
1 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL



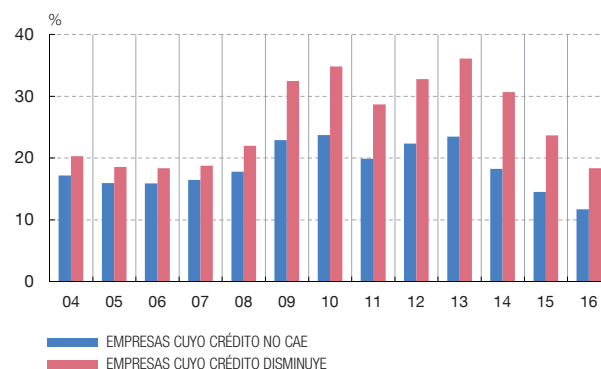
2 PROPORCIÓN DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO NO DISMINUYE



3 DIFERENCIA MEDIA DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES, EN t - 1, ENTRE LAS EMPRESAS CUYO CRÉDITO NO CAE Y AQUELLAS CUYO CRÉDITO DISMINUYE (a)



4 MEDIANA DE LA CARGA FINANCIERA DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS (t - 1) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Los cálculos se han realizado con información cruzada de la Central de Información de Riesgos y de la Central de Balances. La productividad total de los factores mide la relación entre el uso de factores productivos y la cantidad de producto obtenida, y aproxima el nivel de eficiencia de la empresa. Se obtiene a partir de regresiones realizadas a escala sectorial del logaritmo del valor añadido bruto real sobre los logaritmos del capital total, los consumos intermedios y el empleo (se incluyen, además, efectos fijos temporales). Se alcanza, así, una aproximación de los pesos del capital y del empleo en la función de producción, con la que se calcula la productividad total de los factores a escala de empresa. El gráfico recoge la diferencia de las medias sectoriales, una vez normalizadas, tomando como referencia el valor de la productividad mediana de las empresas cuyo crédito disminuye.
- b La carga financiera se define como el cociente entre los pagos por intereses por financiación recibida y los ingresos brutos (suma del resultado económico bruto de explotación más los ingresos financieros).

Descargar

observan también dentro de cada sector. En el caso concreto de la productividad total de los factores, la correspondiente a aquellas cuyo crédito no se contrae es estadísticamente superior a la del resto en todas las ramas de actividad, y la diferencia entre ambos grupos se ha incrementado con respecto a antes de la crisis, cuando la brecha de productividad entre ellos no era significativamente distinta de cero en algunos sectores. Del mismo modo, los resultados de un modelo de probabilidad lineal muestran que el impacto contractivo del endeudamiento sobre la probabilidad de que una empresa incremente o mantenga sus niveles de crédito ha aumentado tras la crisis (véase cuadro 2.2)¹⁰. Por tanto, estos resultados indican que la contracción agregada del saldo de financiación bancaria de las sociedades no financieras está siendo compatible con una reasignación intrasectorial más eficiente del crédito, que se dirige, en promedio, hacia las compañías más productivas y a las que tienen mayor holgura para absorber un aumento del endeudamiento.

¹⁰ Cuando se introducen también la productividad y la rentabilidad de las empresas en la especificación, no se encuentra que tenga un impacto positivo (y significativo) sobre la probabilidad de incrementar o mantener los saldos de crédito, probablemente por su correlación con otras variables incluidas en la especificación.

	Impacto sobre la probabilidad de incremento o mantenimiento de crédito		
	Coeficientes para 2005-2007	Coeficientes para 2008-2013	Coeficientes para 2014-2015
Carga financiera _{it-1}	-0,018***	-0,013***	-0,012***
Endeudamiento _{it-1}	-0,188***	-0,232***	-0,216***
Crecimiento de las ventas _{it-1}	0,022***	0,015***	0,016***
Crecimiento del empleo _{it-1}	0,015***	0,015***	0,021***
Empresas	318.314	444.175	225.666
Observaciones	596.027	1.249.630	304.013

FUENTE: Banco de España.

- a Impactos marginales obtenidos mediante la estimación de un modelo de probabilidad lineal por el método de efectos fijos, con errores estándares corregidos y clusterizados a escala de la empresa. La estimación se realiza con los datos de la Central de Balances Integrada para el período 2005-2015. Todas las regresiones controlan por el sector, el año y el tamaño de la empresa. *, ** y *** indican significatividad para niveles de confianza del 90 %, 95 % y 99 %, respectivamente.
- b La variable que se ha de explicar toma valor 1 si una empresa mantiene o incrementa su volumen de créditos y 0 en caso contrario. La rentabilidad se define como el cociente entre el resultado económico bruto y el volumen medio de activos de la empresa en el período considerado; la carga financiera, como el cociente entre los pagos por intereses por financiación recibida y los ingresos brutos (suma del resultado económico bruto de explotación más los ingresos financieros); y el endeudamiento, como la ratio de deuda sobre activos.

2.2 EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA

El acceso a la financiación externa es un condicionante importante de las decisiones de inversión de las empresas y puede también afectar a otras variables, como el activo circulante, el crecimiento de las ventas o la contratación de personal. En el recuadro 2.1 se presenta evidencia de este tipo de efectos en España y en la UEM para el período comprendido entre 2014 y 2016¹¹, encontrándose que su magnitud es generalmente similar en ambas áreas. En concreto, los resultados de las estimaciones muestran que tener restricciones en el acceso a la financiación bancaria (entendidas como dificultades para obtener fondos en forma de préstamos bancarios o líneas de crédito) eleva la probabilidad de que disminuyan la inversión, el fondo de maniobra y el crecimiento empresarial, medido tanto en términos del número de empleados como de las ventas (aunque en este último caso los efectos se estiman con menor precisión), y reduce la probabilidad de que estas variables aumenten.

Las restricciones a la financiación externa son generalmente más frecuentes en determinados tipos de empresas¹². El tamaño suele estar negativamente relacionado con la probabilidad de experimentar este tipo de restricciones, aunque también hay trabajos que no encuentran una relación robusta entre estas dos variables. Asimismo, existe evidencia de una relación inversa de las restricciones a la financiación externa con la edad de las empresas

11 Esta evidencia está en línea con la que se encuentra en otras economías desarrolladas. Véanse, por ejemplo, T. Hoshi, A. Kashyap y D. Scharfstein (1991), «Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese industrial groups», *The Quarterly Journal of Economics*, 106 (1), pp. 33-60 (Japón); S. Fazzari y B. Petersen (1993), «Working capital and fixed investment: New evidence on financing constraints», *RAND Journal of Economics*, 24 (3), pp. 328-342 (Estados Unidos); S. Fazzari, R. Hubbard y B. Petersen (1998), «Financing constraints and corporate investment», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 141-195 (Estados Unidos); F. Schiantarelli (1996), «Financial Constraints and Investment: Methodological Issues and International Evidence», *Oxford Review of Economic Policy*, 12, pp. 70-89 (evidencia internacional); S. Cleary (2006), «International corporate investment and the relationships between financial constraints measures», *Journal of Banking & Finance*, 30 (5), pp. 1559-1580 (Australia, Canadá, Francia, Alemania, Japón, Reino Unido y Estados Unidos); A. Buca y P. Vermeulen (2015), *Corporate investment and bank-dependent borrowers during the recent financial crisis*, ECB Working Paper 1859 (Alemania, Francia, Italia, España, Bélgica y Portugal).

12 Para evidencia sobre cómo varían las restricciones a la financiación externa en función de las características de las empresas, véanse, por ejemplo, T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven y V. Maksimovic (2005), «Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?», *Journal of Finance*, vol. 60, n.º 1, pp. 137-177; T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven y V. Maksimovic (2006), «The determinants of Financing Obstacles», *Journal of International Money and Finance*, vol. 25, 6, pp. 932-952; A. Ferrando y N. Griesshaber (2011), *Financing Obstacles among Euro Area Firms: Who Suffers the Most?*, ECB Working Paper n.º 1293; Banco Europeo de Inversiones (2016), *Investment and Investment Finance in Europe. Financing productivity growth*.

y con la productividad total de los factores. Por su parte, las compañías de alto crecimiento y las innovadoras suelen presentar un grado de acceso a los fondos externos más limitado. Todas estas características de las empresas que dificultan el acceso a los recursos externos están directa o indirectamente relacionadas con el mayor riesgo percibido por los prestamistas, con problemas de información asimétrica o con la menor disponibilidad de activos susceptibles de ser utilizados como garantía en las operaciones de financiación.

La Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas (SAFE, por sus siglas en inglés) permite analizar cómo ha evolucionado el grado de acceso a la financiación externa de las empresas no financieras españolas y de la UEM. Esta encuesta se realiza semestralmente por el Banco Central Europeo (conjuntamente con la Comisión Europea una vez al año) desde 2009 para un conjunto amplio de empresas europeas (entre 12.000 y 18.000, según la edición), principalmente pymes¹³. A partir de los resultados de esta encuesta, se pueden construir diversos indicadores de restricciones en el acceso a los recursos externos para los principales tipos de financiación: préstamos bancarios, líneas de crédito, crédito comercial y otra financiación (*leasing*, *factoring*, emisión de deuda, acciones, préstamos de otras empresas). En los trabajos que han utilizado esta base de datos, se distingue generalmente entre restricciones a la financiación externa objetivas y subjetivas¹⁴. Dentro de las primeras se definen dos indicadores alternativos: el estrecho y el amplio. El primero considera que una empresa está restringida si su petición de financiación ha sido rechazada. El segundo añade las siguientes tres circunstancias: no ha solicitado financiación por miedo a que esta sea rechazada, la ha obtenido pero ha recibido menos de un 75 % de la cantidad originalmente solicitada y ha rechazado la oferta del prestamista por considerar que el tipo de interés era demasiado elevado. Por su parte, las restricciones subjetivas se aproximan a partir de las respuestas a una pregunta de la encuesta en la que las empresas valoran si el acceso a la financiación es un obstáculo importante para su actividad, asignándole un índice del 1 al 10, donde 1 significa irrelevante y 10 extremadamente importante.

Durante los últimos años se ha reducido considerablemente la proporción de empresas españolas con restricciones a la financiación bancaria. Esta evolución se ha producido después de que dicha proporción se hubiera situado, durante los peores años de la crisis, en niveles muy superiores a los observados en el conjunto de la UEM. Así, según el indicador amplio, el porcentaje de compañías españolas con restricciones al acceso a los préstamos bancarios pasó de un 24 % en 2012 al 11 % en 2016, reduciéndose el diferencial con la UEM de 12 pp a 2 pp (véase el panel 1 del gráfico 2.5)¹⁵. Esta misma tendencia se observa con las líneas de crédito y con el indicador estrecho de restricciones (véanse los paneles 2 y 3 del gráfico 2.5). Concretamente, en 2012 alrededor de un 17 % de las empresas de nuestro país habría visto sus peticiones de préstamos bancarios rechazadas (frente al 10 % en la UEM), mientras que en 2016 dicho porcentaje se había reducido hasta el 4 %, situándose ligeramente por debajo de la cifra de la zona del euro.

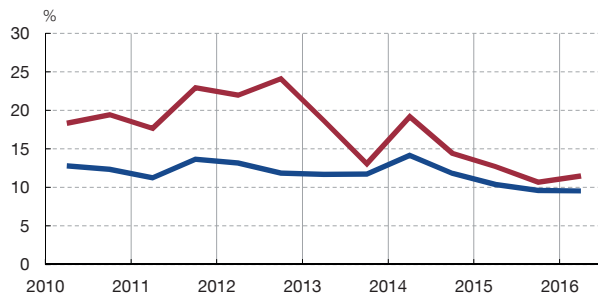
El grado de acceso de las empresas españolas a las otras modalidades de financiación también ha tendido a converger hacia los niveles promedio de la UEM. Así, según el indicador amplio, en 2012 alrededor de un 18 % de las empresas españolas estaban restringi-

13 Para más detalles sobre la encuesta, véase Banco Central Europeo (2016), «Survey on the access to finance of enterprises. Methodological information on the survey and user guide for the anonymized micro dataset». El Banco Central Europeo publica cada seis meses un informe donde comenta los principales resultados de la encuesta. Estos informes se pueden encontrar en su sitio web: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html.

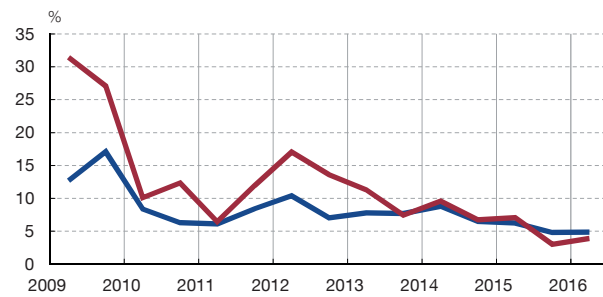
14 Véase C. Artola y V. Genre (2011), *Euro area SMEs under financial constraints: Belief or reality?*, CESifo WP, 3650.

15 El diferencial con los países del núcleo del área del euro (Francia, Alemania, Países Bajos, Austria, Finlandia y Luxemburgo) también se ha reducido considerablemente, pasando de 17 pp en 2012 a 4 pp en 2016.

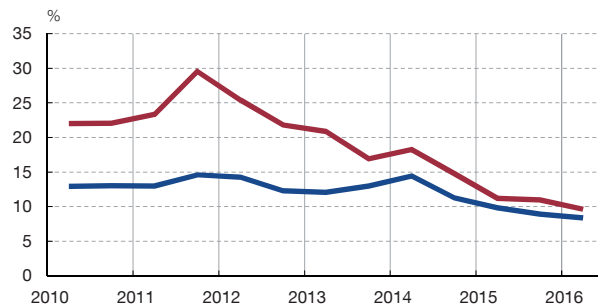
1 INDICADOR AMPLIO. PRÉSTAMOS BANCARIOS



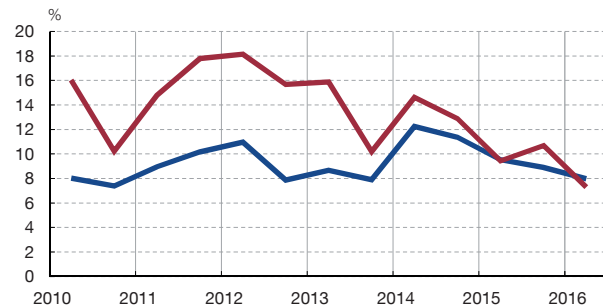
2 INDICADOR ESTRECHO. PRÉSTAMOS BANCARIOS



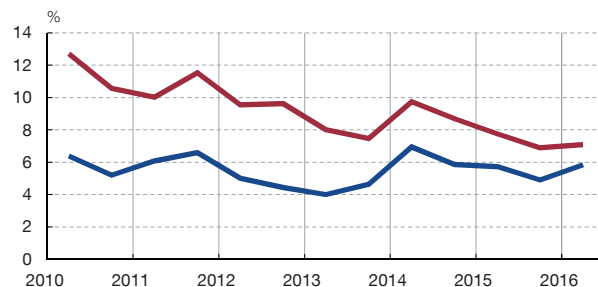
3 INDICADOR AMPLIO. LÍNEAS DE CRÉDITO



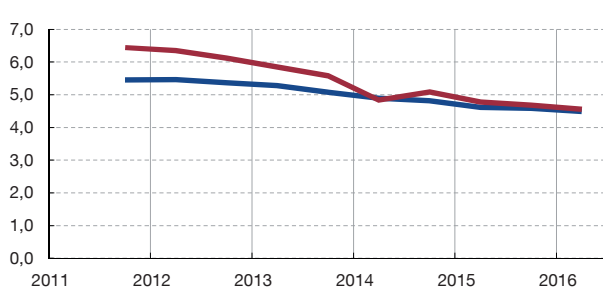
4 INDICADOR AMPLIO. CRÉDITO COMERCIAL



5 INDICADOR AMPLIO. OTRA FINANCIACIÓN



6 IMPORTANCIA DEL PROBLEMA ACCESO A LA FINANCIACIÓN



ESPAÑA

UEM

FUENTE: Encuesta sobre el acceso a la Financiación de las Empresas (SAFE).

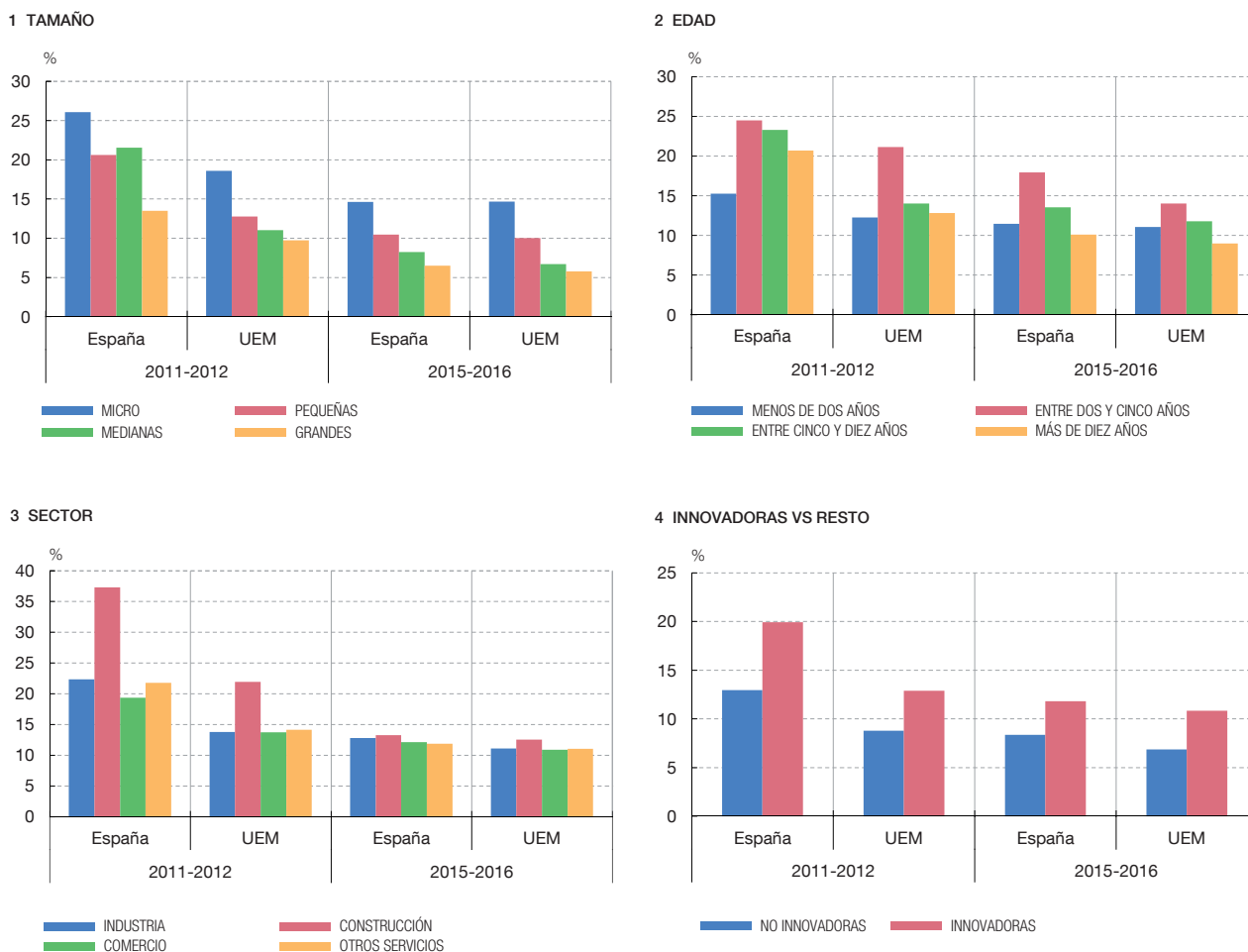
a El gráfico recoge el porcentaje de empresas restringidas en los paneles 1a 5, y un índice que toma valores en una escala de 1 a 10 en el panel 6, obtenido como una media de las respuestas individuales. Las series se representan para todo el rango temporal disponible, que no es el mismo para todas ellas, lo que lleva a que no todas empiecen en la misma fecha.

Descargar

das en el acceso al crédito comercial, mientras que esta cifra se situaba en 2016 en el 7%, ligeramente por debajo de la de la zona del euro (véase el panel 4 del gráfico 2.5). En cuanto a la «otra financiación» (*leasing, factoring, emisión de deuda, acciones, préstamos de otras empresas*), un 12% de las compañías de nuestro país declaraba estar restringida en 2011, porcentaje que se había reducido hasta el 7% en 2016, apenas 1 pp por encima del nivel de la UEM, frente a un diferencial de 5 pp cinco años antes (véase el panel 5 del gráfico 2.5).

El indicador de restricciones financieras subjetivas arroja conclusiones similares.

Así, en 2011 la empresa media española asignaba una importancia de 6,4 puntos (en una escala del 1 al 10) al problema del acceso a la financiación, 1 pp por encima del valor correspondiente en la UEM, mientras que en 2016 el indicador se había reducido hasta 4,6 puntos, nivel similar al del área del euro (véase el panel 6 del gráfico 2.5).



FUENTE: Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas (SAFE).

Un análisis de regresión que controla por las características de las empresas confirma estos resultados. Parte de las diferencias en el grado de acceso a la financiación externa entre las empresas españolas y las de la UEM puede obedecer a que las características de unas y de otras compañías son distintas. Con el fin de aislar estos factores, se ha realizado un análisis de regresión en el que se controla por este factor. Este análisis muestra que la probabilidad de tener restricciones en la financiación bancaria (préstamos y líneas de crédito) era en 2016 similar en España y en la UEM cuando se utiliza el indicador amplio, y ligeramente inferior en nuestro país en el caso del estrecho. Este mismo ejercicio aplicado al crédito comercial y a la «otra financiación» evidencia que la convergencia entre España y la UEM sería ya completa en el primer caso, y estaría muy avanzada en el segundo.

La convergencia en el grado de acceso a la financiación externa entre las compañías españolas y las de la UEM ha sido generalizada en los distintos segmentos empresariales. Esto se puede observar en el gráfico 2.6, que muestra el porcentaje de empresas con restricciones en el acceso a los préstamos bancarios, de acuerdo con el indicador amplio, durante la crisis (2011-2012) y en el período más reciente (2015-2016) en España y en la zona del euro. Así, la convergencia se ha producido para todos los tamaños y grupos de edad (paneles 1 y 2), siendo especialmente acusado el descenso de la proporción de compañías restringidas en el segmento con cinco o más años de edad. Asimismo, la convergencia también ha sido generalizada en los distintos sectores productivos y según

el carácter innovador¹⁶ de las compañías (paneles 3 y 4), siendo particularmente destacada la mejoría en el acceso a la financiación bancaria en las empresas españolas de la construcción y en el grupo de compañías innovadoras, dos segmentos en los que las restricciones habían sido muy severas durante los peores años de la crisis.

No obstante, se mantiene una cierta heterogeneidad en el grado de acceso a la financiación externa en función de las características de las empresas. Concretamente, se observan mayores restricciones en las jóvenes, en las de reducida dimensión y en las que presentan una mayor vocación innovadora, segmentos que son percibidos como más arriesgados por los prestamistas. Los análisis de regresión para cada segmento empresarial, en los que se tiene en cuenta el efecto de diversas características de las sociedades¹⁷, revelan que en algunos segmentos sigue habiendo mayores restricciones en España que en la UEM, si bien las diferencias son generalmente reducidas. Así, según el indicador amplio, las empresas españolas medianas y las pertenecientes a sectores de servicios distintos del comercio tendrían una mayor probabilidad (entre 3 pp y 4 pp) de experimentar restricciones en el acceso a los préstamos bancarios que sus homólogas europeas. Asimismo, las empresas españolas pequeñas y las que operan en el sector del comercio tendrían una mayor probabilidad (entre 3 pp y 4 pp) de estar restringidas en el acceso a las líneas de crédito que las de la UEM. Además, las compañías españolas jóvenes (menos de cinco años) y las que desarrollan su actividad en el comercio tendrían una mayor probabilidad (entre 3 pp y 6 pp) de sufrir restricciones en el crédito comercial que sociedades similares de la zona del euro. Por último, las empresas españolas pequeñas, las maduras (más de diez años) y las pertenecientes a otros servicios tendrían una mayor probabilidad (alrededor de 2 pp) de estar restringidas en otra financiación que las europeas con similares características.

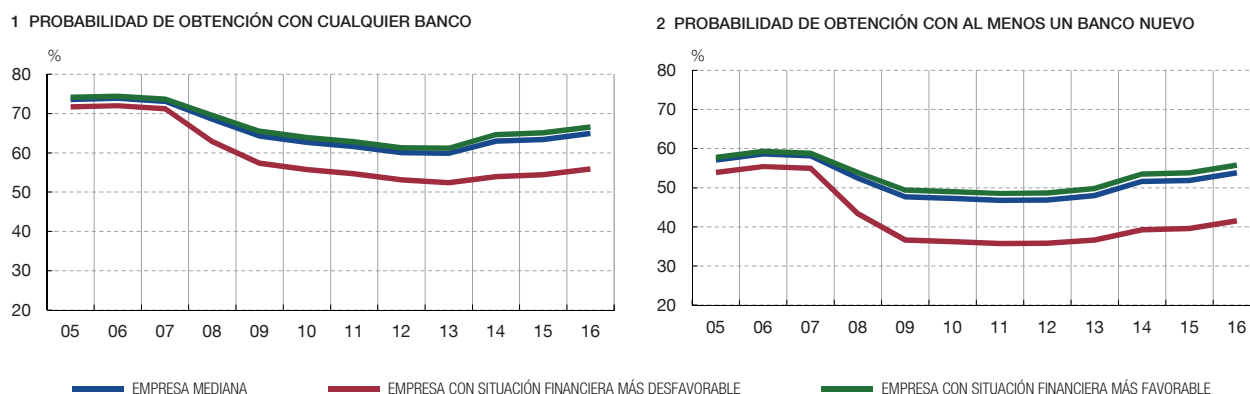
El grado de acceso al crédito bancario de las sociedades no financieras depende tanto de sus características como de las de los prestamistas. En particular, los resultados del recuadro 2.2 evidencian que la probabilidad de obtención de un crédito es creciente con la solidez de la situación financiera de las compañías, su edad y su tamaño, aspectos que están inversamente relacionados con el riesgo percibido por los prestamistas. El número de entidades con las que operan también tiene una influencia positiva en dicha probabilidad. Por su parte, el tamaño (aproximado por el volumen total de los activos) y la solidez de la posición patrimonial de las entidades de crédito, medida a través de los ratios de capital y liquidez y del nivel de dudosidad de su cartera crediticia, están directamente relacionados con la predisposición de los bancos a conceder créditos. Estos resultados, por tanto, sugieren que la mejoría de la situación patrimonial de las sociedades no financieras y de los bancos en los últimos años¹⁸ habría contribuido al incremento en el acceso a la financiación bancaria de las empresas españolas. Adicionalmente, algunas medidas regulatorias, como, por ejemplo, el cambio en la definición de pyme a efectos de la regulación de capital de las entidades de crédito, que entró en vigor en 2013, también habrían favorecido el acceso de este tipo de empresas a fondos externos¹⁹.

16 Se considera que una empresa es innovadora si, durante los últimos 12 meses, ha introducido un nuevo producto o servicio en el mercado, un nuevo proceso de producción, una nueva organización del trabajo o una nueva forma de vender sus bienes o servicios.

17 Entre las características que se consideran no se incluye la rentabilidad de las empresas, ya que esta variable no estaba disponible en la base de datos utilizada en este análisis.

18 A partir de 2013 se ha reducido de forma significativa la proporción de empresas con una posición vulnerable, definidas como aquellas cuyos resultados de explotación no son suficientes para cubrir los pagos por intereses, especialmente en el segmento de las pymes. Para más detalles, véase Menéndez y Mulino (2017), «Evolución del grado de presión financiera soportada por las empresas no financieras españolas: 2007-2016», nota económica del Banco de España. Para un análisis de la evolución de la situación financiera de las entidades de crédito, puede consultarse el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, que se publica dos veces al año.

19 La nueva definición de pyme, que se alineó con la recomendación de la Comisión Europea, es más amplia que la anterior (es decir, que incluye más empresas). Este cambio supuso una reducción de los requerimientos de capital de los préstamos destinados a empresas que pasaron a incluirse en la nueva definición de pyme, favoreciendo por esta vía el acceso de estas compañías a la financiación bancaria. Para más detalles sobre este cambio regulatorio y sus efectos, véase el capítulo 3, p. 43, del Informe de Estabilidad Financiera, mayo de 2014, del Banco de España.



FUENTE: Banco de España.



La recuperación en el grado de acceso al crédito ha sido mayor para las empresas con una posición financiera más sólida. El gráfico 2.7, que está basado en los resultados del recuadro 2.2, muestra cómo, desde el inicio de la recuperación económica, se ha producido un incremento en la probabilidad de obtención de crédito para una empresa típica con unas características fijas, tras el descenso que se observó durante los años de la crisis. Esta observación se produce tanto en caso de que se consideren los bancos con los que mantenían una relación crediticia previa (panel izquierdo) como si se excluyen estos (panel derecho)²⁰. En el gráfico se aprecia también cómo, tras el inicio de la crisis, la dispersión en el grado de acceso al crédito según las características de las empresas tendió a ampliarse, tendencia que se acentuó algo durante la etapa de recuperación. Esta evidencia sugiere que, durante los últimos años, ha mejorado la selección de los prestatarios que efectúan los bancos. Ello se ha traducido en una recuperación más acusada del grado de acceso a la financiación bancaria para las compañías que presentan una posición más sólida en comparación con el resto.

En definitiva, uno de los factores que habrían contribuido a la recuperación de la inversión de las empresas no financieras españolas durante los últimos años es la mejora en su grado de acceso a la financiación externa. En concreto, para el 13% de las empresas españolas que pasaron de estar restringidas en su acceso a préstamos bancarios a no estarlo en el período 2012-2016, los resultados del recuadro 2.1 indican que la probabilidad de que su inversión descendiera habría disminuido en más de 4 pp, y que la probabilidad de que aumentara se habría incrementado en más de 7 pp. Como la mejora ha sido más acusada en el caso de las compañías con una situación financiera más saneada, ello habría favorecido una reasignación de recursos financieros y productivos hacia las empresas más sólidas, en línea con los resultados de la sección 2.1.

²⁰ Esta probabilidad estimada puede diferir del complementario de la probabilidad de rechazo que se obtiene de la SAFE, por varios motivos. En primer lugar, en el indicador utilizado en esta sección las observaciones correspondientes a empresas cuya solicitud de préstamos es aceptada por un banco pero las empresas no las formalizan se contabilizan erróneamente como un rechazo. En segundo lugar, hay que tener en cuenta que estos cálculos se obtienen a partir de una submuestra de empresas (solo aquellas que piden financiación bancaria a al menos un banco con el que no mantienen créditos previos), las cuales cabría pensar que presentarían una mayor probabilidad de rechazo en sus peticiones de crédito que el resto de compañías por el hecho de que se dirigen a una entidad con la que no mantienen relaciones crediticias previas. Por tanto, el indicador construido a partir de estos datos tiende a infraestimar el nivel de la probabilidad de obtención de crédito de las empresas.

1 PRÉSTAMOS DE HASTA UN MILLÓN DE EUROS



2 PRÉSTAMOS DE MÁS DE UN MILLÓN DE EUROS



ESPAÑA

NÚCLEO UEM (a)

FUENTE: Banco de España.

a Definido como el agregado ponderado por el PIB a precios corrientes del mismo año de Alemania, Austria, Finlandia, Francia, Países Bajos y Luxemburgo. En 2017 se ha utilizado el PIB de 2016. Para agregar las distintas categorías por plazos dentro de cada país se utilizan los mismos pesos (basados en el volumen de operaciones) que en España, de manera que la comparación no se vea afectada por diferencias entre dichos pesos en una y otra área. Se ha realizado un enlace en mayo de 2010 para corregir la discontinuidad de las series asociada a un cambio estadístico.

 Descargar

En paralelo con la mejoría en el grado de acceso a la financiación externa, se ha producido un descenso en su coste, que también ha favorecido la recuperación de la inversión de las empresas. Así, entre 2013 y 2016 los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas no financieras españolas se han reducido de forma significativa, especialmente en el caso de los de importe inferior a 1 millón de euros, en los que se recogen las operaciones con pymes (véase gráfico 2.8). Concretamente, en este segmento la caída de los tipos de interés medios ha superado los 230 puntos básicos, convergiendo a los valores observados en los países del núcleo de la UEM.

3 La estructura de la financiación de las sociedades no financieras españolas

La composición de los pasivos de las empresas puede condicionar sus decisiones de inversión. La literatura que ha analizado la estructura del capital de las empresas²¹ y sus efectos sobre la inversión se ha centrado en la distinción entre los recursos propios y los ajenos (o deuda), destacando la relación inversa entre el cociente de la deuda y el activo (ratio de apalancamiento) y la formación bruta de capital²². Este resultado parece estar vinculado con la mayor capacidad que tienen las empresas menos apalancadas de absorber pérdidas, lo que hace que tengan un mayor acceso a la financiación externa al ser percibidas como menos arriesgadas por sus prestamistas. La composición de los recursos ajenos (préstamos bancarios frente a valores de renta fija) de las empresas también puede tener implicaciones sobre sus decisiones de inversión. En la literatura no existe consenso sobre qué sistema financiero (el basado en la financiación a través de mercados o aquel en el que predomine la bancaria) presenta unos mejores resultados en términos de crecimiento económico, ya que ambos son vulnerables a determinadas perturbaciones específicas²³.

21 Véanse los trabajos pioneros de S. Titman y R. Wessels (1988), «The Determinants of Capital Structure Choice», *Journal of Finance*, 43, pp. 1-19, o R. G. Rajan y L. Zingales (1995), «What do we know about capital structure? Some evidence from international data», *Journal of Finance*, 50, pp. 1421-1460.

22 Véase la nota 9 a pie de página, que incluye referencias con evidencia internacional de este resultado.

23 Para evidencia sobre los efectos de perturbaciones que afectan a los bancos, véase S. Bentolila, M. Jansen, G. Jiménez y S. Ruano (2015), *When Credit Dries Up: Job Losses in the Great Recession*, Working Paper n.º 1310, CEMFI. Estos efectos se analizan también en L. Alfaro, M. García-Santana y E. Moral-Benito (2017), *Credit Supply Shocks, Network Effects, and the Real Economy*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación. Para evidencia sobre perturbaciones centradas en los mercados, véanse A. Mody y D. Sandri (2012), «The eurozone crisis: how banks and sovereigns came to be joined at the hip», *Economic Policy*, 27, pp.199-230, y A. Alter y A. Beyer (2014), «The dynamics of spillover effects during the European sovereign debt turmoil», *Journal of Banking and Finance*, 42, pp. 134-153.

En este contexto, algunos trabajos muestran evidencia de que la diversidad en las fuentes de financiación de las empresas contribuye a incrementar su capacidad de resistencia frente a perturbaciones de distinto origen y a hacer que sus inversiones sean menos sensibles frente a escenarios adversos²⁴. Dadas las potenciales implicaciones que la estructura de financiación de las empresas puede tener para sus decisiones de inversión, tiene interés analizar cuál es la composición más reciente de los pasivos de las sociedades no financieras españolas y cómo ha evolucionado durante los últimos años en comparación con la de las compañías de otras economías de nuestro entorno.

La ratio de recursos propios sobre el activo de las empresas españolas de mayor tamaño ha llegado a situarse por encima del nivel promedio de sus homólogas de la UEM²⁵. Como se observa en el panel 1 del gráfico 2.9, antes del inicio de la crisis dicha proporción era en España similar a la de la media de la zona del euro. Pero posteriormente, en línea con la mayor intensidad que tuvo el proceso de desendeudamiento en nuestro país, la ratio aumentó en mayor medida para las empresas españolas de lo que lo hizo para las compañías de gran dimensión de la zona del euro. No obstante, una vez que se controla por las características de las empresas, esas diferencias no son estadísticamente significativas (véase el panel 3 del gráfico 2.9).

Por su parte, las pymes españolas se encontraban menos apalancadas que sus homólogas de la UEM antes de la crisis, habiéndose ampliado notablemente las diferencias desde entonces (véase el panel 2 del gráfico 2.9). Además, como se ilustra en el panel 3 del gráfico 2.9, este mismo patrón se mantiene una vez que se controla por las características de las empresas. Concretamente, en 2015 (último ejercicio disponible) la proporción que representaban los recursos propios sobre el balance de las pymes de nuestro país era 6 pp superior al de las europeas con similares características.

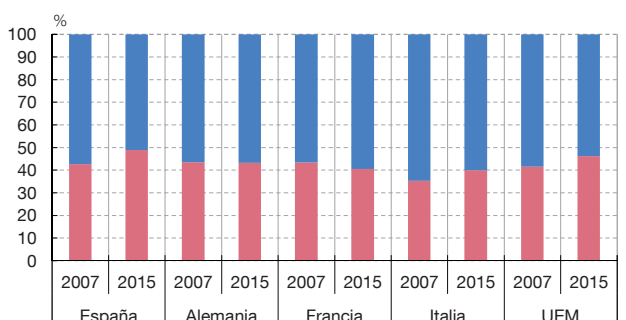
A pesar de su menor apalancamiento, las pymes españolas eran algo más vulnerables a una contracción de sus resultados que sus homólogas de la UEM antes de la crisis. La menor rentabilidad sobre el activo de las pymes españolas se traducía en que la ratio de deuda sobre resultados se situaba por encima del nivel promedio de las de la zona del euro (véase el panel 4 del gráfico 2.9). En consecuencia, las pymes españolas contaban con una menor capacidad relativa para hacer frente a los pagos asociados a sus compromisos financieros. Además, la mayor profundidad de la crisis en España en comparación con el resto de la UEM hizo que estas diferencias se ampliaran durante los primeros años de la etapa recesiva. La creciente presión financiera soportada por las empresas las forzó a reducir intensamente su endeudamiento, mientras que algunas se vieron abocadas a su desaparición, al no poder hacer frente a los pagos asociados a sus pasivos. El descenso de los recursos ajenos, junto con la mejoría de los resultados durante la recuperación económica posterior, hizo que la ratio de deuda sobre resultados de las pymes españolas llegara a situarse en 2015 por debajo de los niveles medios de la UEM. En todo caso, a pesar de la recuperación de los niveles de rentabilidad de las pymes españolas, estos siguen estando por debajo de los del promedio de compañías análogas de la zona del euro, resultado que es coherente con sus valores más reducidos de productividad²⁶.

24 Véanse, por ejemplo, A. Tenulov (2016), *The Impact of Borrowing Diversity on Firm Value, Financing and Real Decisions*, Working Paper (30 de diciembre), disponible en SSRN, <https://ssrn.com/abstract=2361401> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2361401>, y F. de Fiore y H. Uhlig (2015), «Corporate Debt Structure and the Financial Crisis», *Journal of Money, Credit and Banking*, 47, pp. 1571-1598.

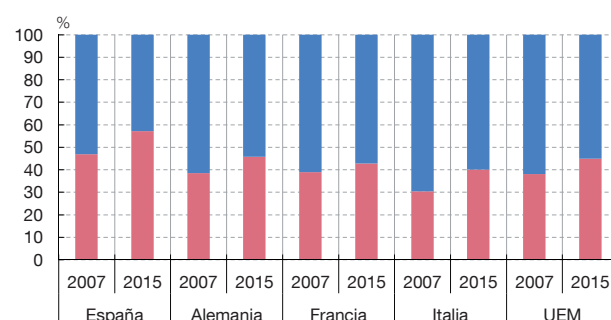
25 En esta sección, los datos agregados de la UEM se aproximan a partir de un número variable de países, en función de la información disponible, como una media ponderada por el PIB de los resultados. En todos los casos se incluye al menos la información correspondiente a las cuatro economías más grandes (Alemania, Francia, Italia y España), que, en conjunto, representan en torno al 76 % del PIB de esta área.

26 Véase *Informe Anual, 2015*, capítulo 4, Banco de España.

1 GRANDES (a)

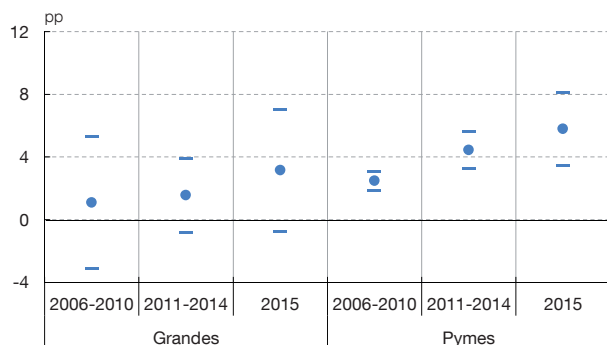


2 PYMES (a)

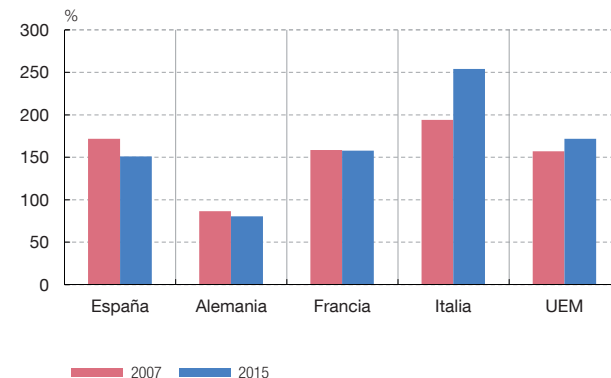


■ RECURSOS PROPIOS ■ FINANCIACIÓN AJENA

3 DIFERENCIAS EN EL PESO DE LOS RECURSOS PROPIOS.
ESPAÑA VS UEM (b)



4 FINANCIACIÓN AJENA RESPECTO AL RESULTADO ECONÓMICO BRUTO
MÁS INGRESOS FINANCIEROS. PYMES (a)



FUENTES: BACH, Amadeus y Banco de España.

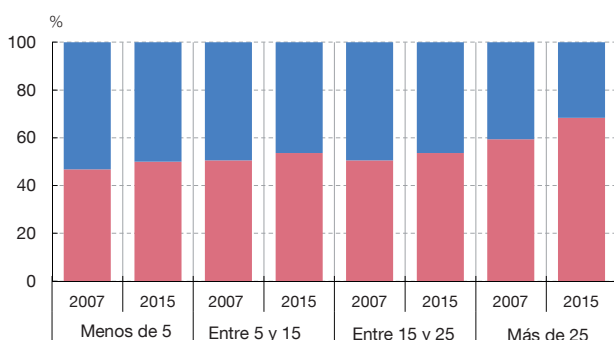
- a UEM incluye Alemania, España, Francia, Italia y Portugal.
b Los círculos muestran la diferencia entre el peso medio de los recursos propios sobre el total de activos para las empresas españolas y el peso correspondiente para empresas de similares características que operan en el mismo sector del resto de países europeos. El intervalo de confianza al 95 % está representado mediante guiones. Para realizar la comparación se ha considerado la empresa mediana para cada sector (tres dígitos), país y año en lo referente a su tamaño, rentabilidad y disponibilidad de colateral y activos líquidos. Estas estimaciones se han realizado a partir de la base de datos Amadeus.

Descargar

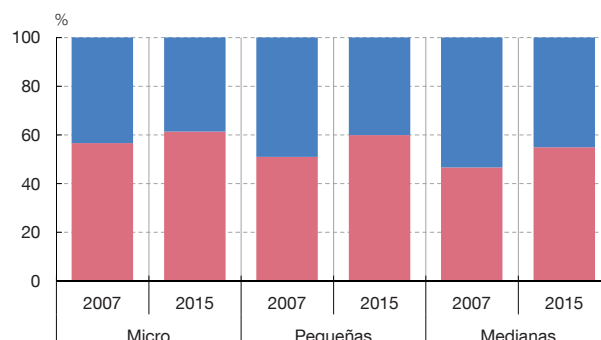
El desglose por tamaño y edad de las empresas españolas evidencia que el descenso de la ratio de apalancamiento observado durante los últimos años ha sido generalizado entre las pymes (véase gráfico 2.10). No obstante, al margen de este elemento común, se detectan algunos patrones diferenciales. Así, se observa cómo el peso de los recursos propios es comparativamente más elevado en el caso de las pymes de más edad, lo que podría ser consecuencia de un cierto «sesgo de supervivencia» debido a la desaparición de las empresas más apalancadas a lo largo de la crisis²⁷. Por otra parte, se aprecia una relación inversa entre el tamaño y la importancia relativa de los recursos propios. Un análisis de regresión en el que se controla por distintas características de las empresas confirma que la edad y el tamaño son dos variables que influyen significativamente en el grado de apalancamiento de las pymes. El efecto del tamaño, que es además coherente

27 Otra posible explicación en línea con M. A. Petersen y R. G. Rajan (1994), «The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data», *The Journal of Finance*, 49 (1), pp. 3-37, consiste en que las empresas de mayor edad utilizan beneficios retenidos con mayor frecuencia, a diferencia de las de menor edad, que necesitan financiarse externamente.

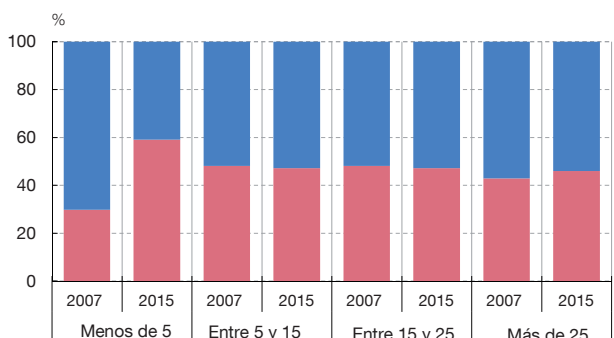
1 PYMES. DESGLOSE POR EDAD (EN AÑOS)



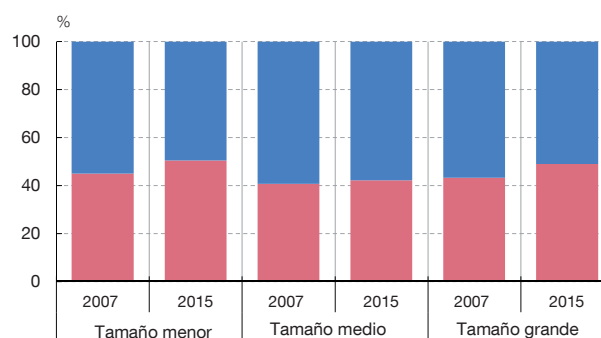
2 PYMES. DESGLOSE POR TAMAÑO



3 GRANDES. DESGLOSE POR EDAD (EN AÑOS)



4 GRANDES. DESGLOSE POR TAMAÑO



RECURSOS PROPIOS (Red) FINANCIACIÓN AJENA (Azul)

FUENTE: Banco de España.



con la evidencia anterior basada en pymes españolas²⁸, podría explicarse por el menor nivel de información asimétrica, el mejor acceso a los mercados y los menores costes de financiación de las empresas más grandes.

Para el subconjunto de las empresas grandes también se observan diferencias significativas en cuanto al nivel de apalancamiento en función del tamaño y la edad²⁹.

También se encuentra evidencia de que, tanto en las pymes como en las compañías de mayor dimensión, las empresas más rentables y las menos arriesgadas³⁰ tienden a presentar menores niveles de apalancamiento.

El proceso de desapalancamiento de las empresas españolas de los últimos años las sitúa en una posición más favorable para acometer proyectos de inversión.

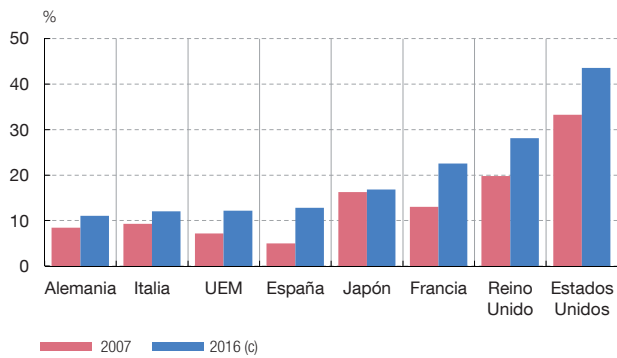
Su estructura de pasivos es actualmente más sólida que la de sus homólogas de la UEM, especialmente en el caso de las pymes. No obstante, su todavía reducida rentabilidad en

28 Véase F. Sogorb-Mira, «How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish Data Panel», *Small Business Economics*, 25, pp. 447-457.

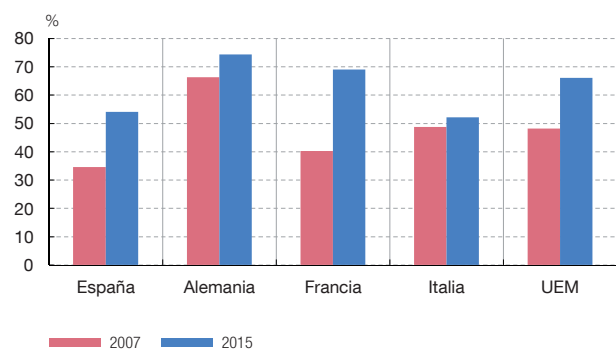
29 Al igual que en el caso de las pymes, existe evidencia que apunta a resultados similares para las empresas grandes, como, por ejemplo, A. Agrawal, N. J. Nagarajan (1990), «Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms», *Journal of Finance*, 45, pp. 1325-1331.

30 Aproximado por el denominado Z-Score. Véase E. Altman (1968), «Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy», *Journal of Finance*, pp. 189-209.

1 TOTAL SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a) (b)



2 GRUPOS COTIZADOS (d) (e)



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal, Eurostat, Banco de Pagos Internacionales (BIS), ERICA y Banco de España.

- a La renta fija española incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes y no residentes a precio de mercado, que se suponen parte de los préstamos obtenidos por el sector. Las emisiones de filiales no residentes alemanas también son elevadas, pero no se puede ajustar el dato debido a la falta de información.
- b La deuda incluye valores de renta fija y el total de los préstamos. Son datos del BIS, salvo para la UEM (Eurostat) y España (Banco de España).
- c Datos a fin de año, excepto en Japón y Estados Unidos que se refieren al tercer trimestre.
- d La deuda incluye valores de renta fija y el total de los préstamos. Son datos de ERICA.
- e UEM incluye Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.



comparación con la de las del resto de la zona del euro, sobre todo en el caso de las de menor dimensión, sigue siendo un elemento que limita sus posibilidades de expansión.

Durante los últimos años, las empresas españolas han tendido a aumentar su financiación mediante la emisión de valores de renta fija en mayor medida que las del resto de la UEM. En el panel 1 del gráfico 2.11³¹ se muestra la evolución del peso de los valores de renta fija sobre la financiación ajena con coste (que incluye los valores de renta fija y el total de préstamos) de las empresas de varios países, entre los que se incluye España. Se observa cómo la importancia de los valores de renta fija en las compañías de la zona del euro y de Japón es reducida en comparación con lo que ocurre en el Reino Unido y, sobre todo, en Estados Unidos. Por otra parte, se aprecia cómo durante los últimos años se ha producido un proceso de desintermediación de la financiación de las empresas que ha sido bastante generalizado, con una pérdida de peso de los fondos proporcionados por los bancos a favor de la financiación a través de los mercados³². Detrás de esta tendencia se encuentran distintos factores globales, entre los que cabe destacar el impacto de la crisis en la capacidad de los bancos de ofrecer financiación y la mayor regulación de la actividad en este sector como respuesta a la propia crisis. En España, el peso de las emisiones de valores de renta fija en los pasivos de las empresas ha sido tradicionalmente más reducido que en el conjunto de la UEM, en línea con el mayor grado de bancarización de nuestra economía. Sin embargo, desde el inicio de la crisis, el proceso de desintermediación de la financiación de las compañías ha sido más intenso que el que se ha producido en el resto de las economías europeas (véase el panel 1 del gráfico 2.11)³³.

31 Este gráfico está basado en las cuentas financieras e incluye en el caso de España las emisiones realizadas por las filiales residentes y no residentes como renta fija, asumiendo que son parte de los préstamos obtenidos por el sector.

32 En cambio, hasta ahora en España apenas se han desarrollado otras fuentes de financiación no bancaria, como el *crowdfunding* (financiación a través de plataformas que ponen directamente en contacto a los prestamistas con los prestatarios), que han avanzado de forma importante en otras economías, como Estados Unidos, el Reino Unido o China.

33 La comparación de esta ratio con la de la UEM hay que tomarla con cautela, ya que las emisiones realizadas por filiales no residentes no se consideran en ninguno de los países, salvo en España, debido a la falta de información. Dichas emisiones son especialmente elevadas en el caso de Alemania.

La misma tendencia se observa para los grupos cotizados, que son los que recurren en mayor medida a la financiación de los mercados, debido a su mayor tamaño (véase el panel 2 del gráfico 2.11). El recuadro 2.3 muestra que el recurso a los valores de renta fija por parte de las empresas españolas cotizadas ha sido tradicionalmente inferior al de otras empresas europeas de similares características. Sin embargo, esas discrepancias han tendido a reducirse durante los últimos años. No obstante, el aumento en el recurso a la financiación con valores de renta fija durante el período reciente por parte de las empresas españolas no se explica solamente por la actividad de los grupos cotizados. Así, entre principios de 2014 y diciembre de 2016, 38 grupos de empresas españolas no cotizadas han emitido valores de renta fija, de los cuales 30 lo han hecho por primera vez, 13 de ellos en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

Uno de los factores que han contribuido al mayor atractivo relativo de la financiación mediante valores de renta fija es el descenso de su coste en comparación con el de los préstamos bancarios³⁴ (véase recuadro 2.3). Ese diferencial de costes alcanzó su máximo reciente en 2012, en un contexto de tensiones en los mercados financieros asociadas a la crisis de la deuda soberana. Desde entonces, ha tendido a reducirse, lo que ha aumentado el atractivo relativo de la captación de fondos en los mercados. Entre los factores que han influido sobre esta evolución se encuentran: el descenso de los tipos de interés de mercado hasta niveles muy reducidos, que ha eliminado la ventaja de costes de financiación de las entidades de crédito en comparación con los mercados³⁵, y, más recientemente, la extensión del programa de compra de activos del Euro-sistema a los bonos corporativos³⁶.

La mayor diversificación de los pasivos de las empresas españolas observada durante los últimos años hace que estas sean menos vulnerables a perturbaciones que afecten al canal crediticio. No obstante, el proceso de desintermediación se limita principalmente a las compañías grandes, ya que el acceso a la financiación de los mercados para las empresas de menor dimensión no es, generalmente, una opción viable. Por tanto, las pymes españolas siguen siendo muy dependientes del crédito bancario.

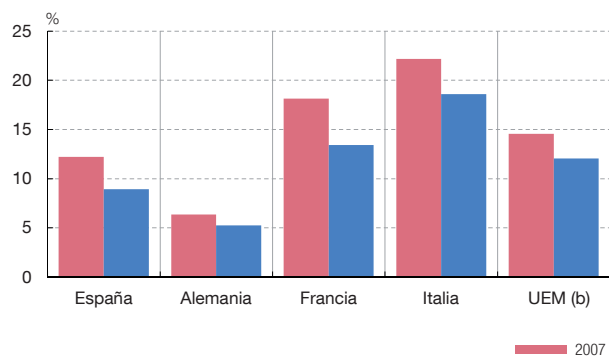
El crédito comercial es, tras los préstamos bancarios, la fuente más importante de financiación ajena de las sociedades no financieras españolas. En comparación con el resto de la UEM, su peso en los balances es algo menor en España (véase el panel 1 del gráfico 2.12). Desde el inicio de la crisis, el peso relativo de la financiación comercial ha tendido a reducirse tanto en nuestro país como, en menor medida, en el conjunto de la zona del euro. Detrás de esta evolución se encuentra fundamentalmente la contracción de la actividad comercial de las empresas durante la etapa recesiva. Dicha reducción ha sido más acentuada en las pymes que en las grandes empresas, debido a la mayor incidencia que la crisis tuvo sobre este segmento de compañías (véase el panel 3 del gráfico 2.12). La regulación sobre los plazos máximos de pago en las transacciones comerciales también ha contribuido en esta dirección, tanto en España

34 El coste de los préstamos se aproxima como el tipo de interés de las operaciones por importe por encima del millón de euros, modalidad que recoge las operaciones con grandes empresas, que son las que recurren en mayor medida a la financiación en los mercados.

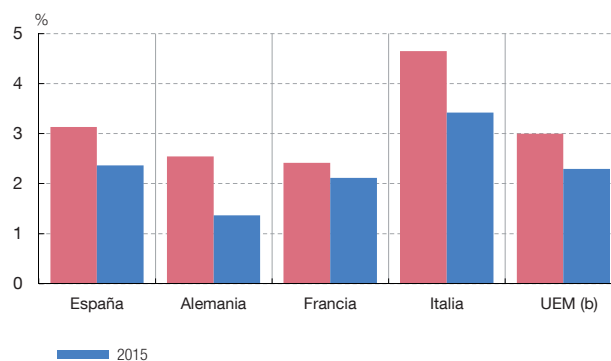
35 El coste de financiación a través de depósitos, principal fuente de financiación de los bancos, se ha situado tradicionalmente por debajo de los tipos de interés del mercado monetario, pero desde que los tipos euríbor se sitúan en niveles negativos ocurre lo contrario, dado que para los depósitos minoristas el cero constituye una cota inferior.

36 El efecto de este programa sobre las condiciones de financiación de las empresas españolas se analiza en Ó. Arce, R. Gimeno y S. Mayordomo, *Making room for the needy: The effects of the Eurosystem's Corporate Sector Purchase Programme*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

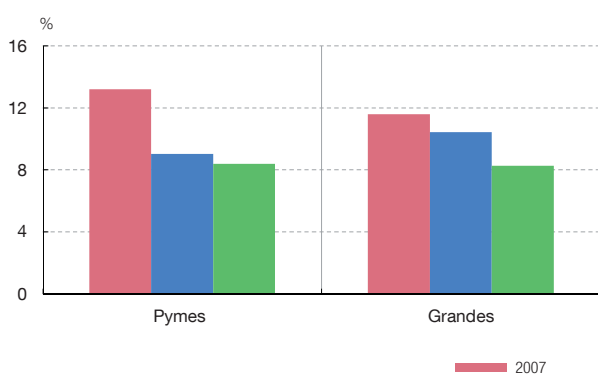
1 CRÉDITO COMERCIAL PASIVO SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



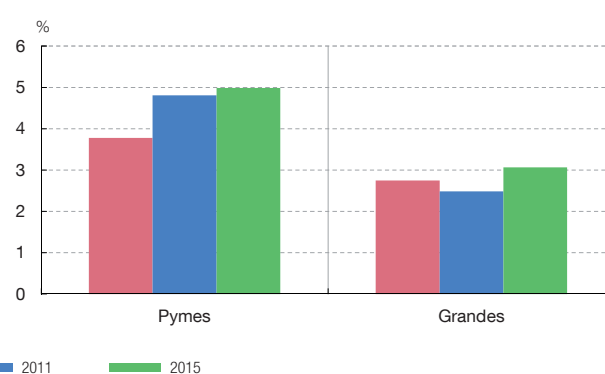
2 CRÉDITO COMERCIAL NETO SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)



3 CRÉDITO COMERCIAL PASIVO SOBRE EL ACTIVO TOTAL. ESPAÑA



4 CRÉDITO COMERCIAL NETO SOBRE EL ACTIVO TOTAL. ESPAÑA (a)



FUENTE: BACH.

a Crédito comercial neto (Activo – Pasivo).

b UEM incluye Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.



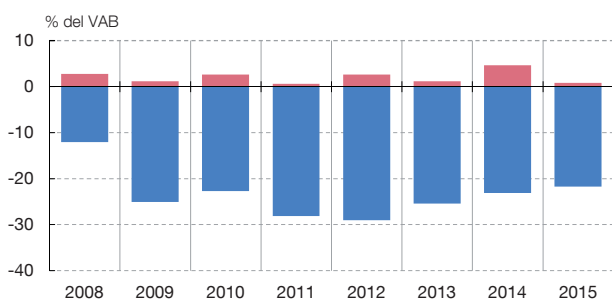
como en el resto de la UEM³⁷, así como los planes de pago a proveedores que se aprobaron en nuestro país en 2012³⁸.

Las empresas también ofrecen financiación a sus clientes (otras empresas y las Administraciones Públicas) a través de los préstamos comerciales. De hecho, como se observa en el panel 2 del gráfico 2.12, tanto las empresas españolas como las del resto de la UEM conceden financiación en términos netos a través de estos instrumentos. Por tamaño, son las pymes las que actúan en mayor medida como prestamistas netos (véase

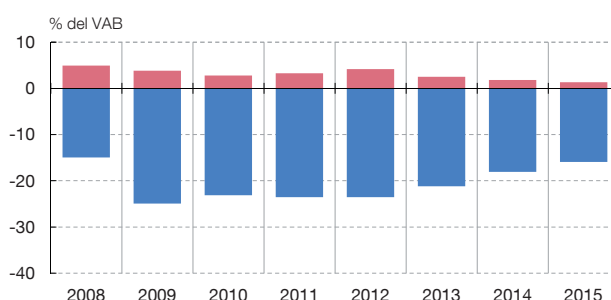
37 Con el objetivo de limitar los plazos de pago a los proveedores, en el año 2000 se promulgó una directiva europea (2000/35/CE) por la que se proponían medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. Dicha norma tuvo su transposición al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 15/2010 (que modificó la Ley 3/2004), en la que se fijaba, como objetivo último para el 1 de enero de 2013, un plazo máximo de pago en las operaciones comerciales realizadas, tanto entre empresas (60 días) como con las Administraciones Públicas (30 días). Para un mayor detalle, véase V. García-Vaquero y M. Mulino Ríos (2015), «Evolución reciente del crédito comercial de las empresas no financieras en España», *Boletín Económico*, enero de 2015, pp. 31-40, Banco de España.

38 Mediante los planes de pago a proveedores se estableció un mecanismo extraordinario de financiación para el pago y cancelación de las deudas comerciales contraídas con los proveedores de las Entidades Locales y Comunidades Autónomas, en las que se registraban importantes retrasos en los pagos. Para más detalles, véase M. Delgado Téllez, P. Hernández de Cos, S. Hurtado y J. J. Pérez (2015), *Los mecanismos extraordinarios de pago a proveedores de las Administraciones Públicas en España*, Documentos Ocasionales, n.º 1501, Banco de España.

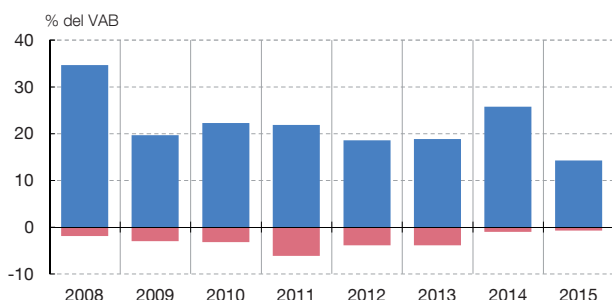
1 EMPRESAS QUE SE DESENDEUDAN. GRANDES (a) (b)



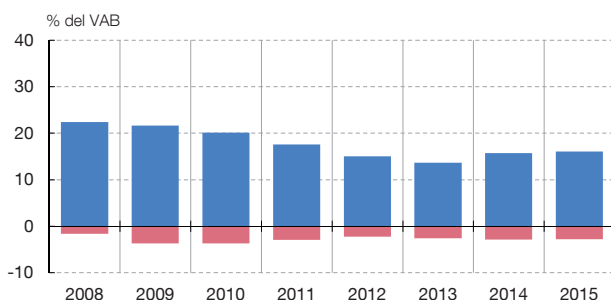
2 EMPRESAS QUE SE DESENDEUDAN. PYMES (a) (b)



3 EMPRESAS CUYO ENDEUDAMIENTO TOTAL NO DISMINUYE. GRANDES (a) (b)



4 EMPRESAS CUYO ENDEUDAMIENTO TOTAL NO DISMINUYE. PYMES (a) (b)



■ DEUDA FINANCIERA ■ CRÉDITOS COMERCIALES NETOS (PASIVO – ACTIVO)

FUENTE: Banco de España.

a Se excluyen *holdings* y empresas sin deuda.

b Definición de tamaños en línea con la Recomendación de la Comisión Europea (2003/361/CE).



el panel 4 del gráfico 2.12 en el caso de España), lo que está seguramente relacionado con su menor poder de negociación relativo frente a clientes y proveedores.

Mediante el crédito comercial las empresas españolas han podido redistribuir los fondos dentro del sector y con ello aliviar el efecto de las restricciones a la financiación bancaria. Como se pone de manifiesto en el gráfico 2.13, las empresas españolas que, durante los últimos años, aumentaron el saldo de crédito bancario y que, por tanto, cabría esperar que tenían un mejor acceso relativo a este tipo de fondos incrementaron la financiación neta proporcionada al resto de empresas a través de créditos comerciales³⁹. De este modo, este canal habría podido contribuir a aliviar el impacto de las restricciones al crédito sobre las decisiones reales de las empresas.

39 Este resultado está en línea con la evidencia de la literatura que ha analizado el papel del crédito comercial. Véanse, por ejemplo, M. A. Petersen y R. G. Rajan (1997), «Trade Credit: Theories and Evidence», *Review of Financial Studies*, 10, pp. 661-691; P. Hernández de Cos e I. Hernando (1999), «Crédito comercial a las empresas», *Moneda y Crédito*, n.º 209; y S. Carbó-Valverde, F. Rodríguez-Fernández y G. F. Udell (2016), «Trade Credit, the Financial Crisis, and SME Access to Finance», *Journal of Money, Credit and Banking*, 48, pp. 113-143.

Las restricciones al crédito pueden tener un impacto negativo en las decisiones de inversión de las empresas, en su fondo de maniobra (activo circulante menos pasivo circulante) y, en última instancia, en su crecimiento. Para estudiar estos efectos, en el presente recuadro se usa la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas (SAFE, por sus siglas en inglés), elaborada por el Banco Central Europeo en colaboración con la Comisión Europea. Concretamente, se utiliza la submuestra de datos de panel¹ de esta encuesta para el período 2014-2016², que es para la que se dispone de información de todas las variables de interés, con un total de unas 16.000 empresas y 37.000 observaciones.

En los ejercicios realizados, se considera que una empresa está restringida en su acceso a la financiación bancaria si lo está, de acuerdo con el indicador amplio³, en el caso de los préstamos bancarios y/o en el de las líneas de crédito⁴. Según este indicador, en promedio,

el 17 % de las empresas españolas durante el período 2014-2016 tuvo este tipo de restricciones, frente al 15 % de las europeas.

A partir de la SAFE también se pueden construir las otras variables de interés. En particular, esta encuesta pregunta si la inversión en activos fijos (propiedad, planta y equipamiento), los inventarios y el fondo de maniobra, la facturación y el número de empleados han variado en los seis meses previos a la realización de la encuesta. Con esta información se han generado variables ordinales que toman el valor 1 si el indicador decrece, 2 si no cambia y 3 si aumenta.

Con el objetivo de identificar el impacto de las restricciones al crédito en la inversión, el fondo de maniobra y el crecimiento de las empresas, se han estimado modelos *probit* ordinales de efectos aleatorios⁵ en los que las variables dependientes son los indicadores anteriores. Como variables explicativas se consideran, además del indicador de restricciones a la financiación bancaria, otras con el fin de controlar por características empresariales que influyen en la demanda de inversión y de activo circulante y en la

- 1 Para obtener estimaciones más precisas de los cambios semestre a semestre, la SAFE incluye un panel rotativo de empresas.
- 2 Olas 11 a 15 de la SAFE.
- 3 Para la definición de restricción al acceso a la financiación en sentido amplio, véase sección 2.2 del texto principal de este capítulo.
- 4 Por lo tanto, se está asumiendo implícitamente que los préstamos y las líneas de créditos son sustitutos imperfectos.

- 5 Se incluyen efectos aleatorios en modelos *probit* ordinales, porque la poca variabilidad temporal de la variable de restricción crediticia en un panel tan corto (dos años) impide la identificación de su efecto mediante efectos fijos en un modelo de probabilidad lineal.

Cuadro 1
IMPACTO MARGINAL DE LAS RESTRICCIONES CREDITICIAS SOBRE LA INVERSIÓN, EL FONDO DE MANIOBRA, LA FACTURACIÓN Y EL EMPLEO DE LAS EMPRESAS (a)

Variable independiente (b)	Probabilidad de que descienda la inversión	Probabilidad de que aumente la inversión
Restricción crediticia. España	0,044**	-0,074**
Restricción crediticia. UEM	0,041***	-0,054***
Variable independiente (b)	Probabilidad de que descienda el fondo de maniobra	Probabilidad de que aumente el fondo de maniobra
Restricción crediticia. España	0,041*	-0,058*
Restricción crediticia. UEM	0,046***	-0,051***
Variable independiente (b)	Probabilidad de que descienda la facturación	Probabilidad de que aumente la facturación
Restricción crediticia. España	0,031	-0,043
Restricción crediticia. UEM	0,051***	-0,065***
Variable independiente (b)	Probabilidad de que descienda el empleo	Probabilidad de que aumente el empleo
Restricción crediticia. España	0,050***	-0,089***
Restricción crediticia. UEM	0,047***	-0,064***

FUENTE: Banco de España.

- a La primera fila expone el efecto marginal en tanto por uno del regresor principal para la muestra de empresas españolas, la segunda fila lo hace para la muestra de empresas de la UEM. Controles: *dummies* de país-tiempo, sector, tamaño, edad, forma legal, estructura de propiedad y exportadora y *dummies* para la evolución de la ratio deuda-activo y los gastos por pagos de intereses (desfasados un período). Estimador: *probit* ordinal de efectos aleatorios. Errores estándar robustos a heterocedasticidad (muestra de España) y agrupados al nivel de país (muestra de la UEM). *, ** y *** indican significatividad para niveles de confianza del 90 %, 95 % y 99 %, respectivamente.
- b Estas variables están desfasadas en un período.

capacidad de crecimiento de las compañías. Concretamente, se incluyen variables binarias de tamaño (en función del número de empleados⁶ y de la facturación), de sector (industria, construcción, comercio, otros servicios), de edad (menos de dos años, entre dos y cinco años, entre cinco y diez años, más de diez años), de forma jurídica (empresa independiente o filial/sucursal de otra empresa), de estructura de la propiedad (sociedad unipersonal, empresa familiar, sociedad por acciones, etc.) y de su naturaleza exportadora o no. Asimismo, se añaden una serie de variables binarias que indican si los gastos por intereses y la ratio de deuda sobre activos han aumentado o han permanecido sin cambios durante los últimos seis meses⁷.

El cuadro 1 resume los principales resultados de las estimaciones para cada una de las cuatro variables dependientes (inversión, fondo de maniobra, facturación y número de empleados), tanto para la muestra de empresas españolas como para el total de la UEM. Concretamente, se muestran los efectos marginales de los indicadores de restricciones al crédito bancario sobre la probabilidad de que la variable dependiente respectiva disminuya

(columna 1) o aumente (columna 2). En general, se encuentra evidencia de que las restricciones a la financiación bancaria tienen un impacto negativo sobre la actividad y el crecimiento de las empresas⁸. Los efectos son de similar magnitud en España y en la UEM, salvo en el caso de la facturación, en el que son más pequeños (y estadísticamente no significativos) en nuestro país.

Un análisis más detallado de los resultados para España muestra que la existencia de restricciones al crédito bancario aumenta en alrededor de 4 pp la probabilidad de que la inversión y el fondo de maniobra disminuyan y reduce en 7 pp y 6 pp, respectivamente, la probabilidad de que se incrementen estas dos variables. Asimismo, las restricciones en el acceso al crédito bancario también tienen un impacto negativo importante en el crecimiento empresarial. En concreto, las empresas españolas que están restringidas en su acceso a la financiación bancaria tienen una probabilidad 5 pp superior de reducir el tamaño de su plantilla, y una probabilidad casi 9 pp inferior de incrementarla. Los efectos sobre las ventas son algo menores (3 pp y 4 pp, respectivamente), pero se estiman de forma poco precisa, no siendo estadísticamente significativos a los niveles convencionales. Por último, cabe destacar que estos impactos se observan en todos los segmentos empresariales cuando se desagrega por características tales como el tamaño, la edad y el sector.

6 Con 1 a 9 empleados, con 10 a 49, con 50 a 249 y con 250 o más.

7 Por último, se consideran efectos fijos de país-tiempo, con el objetivo de incorporar el efecto de perturbaciones macroeconómicas idiosincrásicas a cada país de la muestra. Todas las variables explicativas que evolucionan en el tiempo han sido desfasadas un período para reducir los posibles problemas de endogeneidad. Asimismo, el uso de efectos aleatorios permite controlar por la heterogeneidad a escala de empresa. Otras variables potencialmente relevantes, como la rentabilidad de las empresas, no se han añadido porque no estaban disponibles en la base de datos utilizada.

8 Hay que tener en cuenta que, al utilizarse las empresas de la submuestra de datos de panel de la encuesta, se podrían estar infraestimando los efectos totales de las restricciones de crédito, al no tener en cuenta las empresas que hayan tenido que cerrar por problemas derivados de las restricciones al crédito.

En este recuadro se analizan los factores que determinan que una empresa acceda a financiación bancaria, distinguiendo entre, por un lado, los relacionados con las características de los demandantes (empresas no financieras) y, por otro, los vinculados con las de los oferentes (bancos). A su vez, se analiza hasta qué punto la sensibilidad a estos determinantes ha variado a lo largo del último ciclo.

Para realizar el análisis se han combinado tres fuentes distintas de información. En primer lugar, se hace uso de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), que contiene datos de manera individualizada de todos los préstamos otorgados por entidades de crédito por importes superiores a 6.000 €, y también sobre las peticiones de información a la CIRBE que hacen los bancos en relación con empresas con las que no mantienen relaciones crediticias previas¹. De esta manera, se puede identificar el subgrupo de las sociedades que solicitan financiación bancaria a al menos un banco con el que no mantenían hasta esa fecha préstamos vivos o líneas de crédito, y a partir de la evolución de los saldos crediticios se puede concluir si estas sociedades finalmente obtuvieron los fondos². En segundo lugar, estos datos se cruzan con los de la Central de Balances para obtener información sobre la situación económico-financiera de la empresa. Y, finalmente, se utiliza la información sobre las entidades de crédito procedente de los estados de supervisión. Con todo, se obtiene una base de datos de aproximadamente 1,25 millones de observaciones para el período que abarca desde enero de 2004 hasta junio de 2016.

- 1 Si la empresa ya mantiene un crédito con la entidad, esta recibe el informe sobre su situación crediticia por defecto.
- 2 Concretamente, se considera que una empresa ha obtenido financiación si su saldo de crédito (incluyendo el dispuesto y el disponible) aumenta en los tres meses posteriores a la petición del crédito.

A partir de esta base de datos, se han estimado varios modelos lineales para modelizar, en primer lugar, la probabilidad de obtención de un crédito en función de una serie de características de la compañía demandante y, en segundo lugar, la probabilidad de una empresa de obtener un crédito por parte de un banco en particular, en el que, además de incluir variables de la empresa, se añaden también características del banco³. A su vez, se ha permitido que los coeficientes estimados puedan ser diferentes por subperíodos, con el fin de analizar la posible existencia de cambios estructurales⁴. En particular, los tres subperíodos considerados, que se han establecido en función del crecimiento observado de la economía, son: la etapa expansiva previa a la crisis (primer trimestre de 2005-primer trimestre de 2008), el período de la crisis (segundo trimestre de 2008-tercer trimestre de 2013) y la fase de recuperación (cuarto trimestre de 2013-segundo trimestre de 2016).

El cuadro 1 muestra los resultados cuando se considera la probabilidad de que una empresa obtenga un crédito con cualquier banco, independientemente de si tiene créditos previos con esa entidad o no. En línea con lo esperado, los resultados muestran que la edad y el tamaño tienen un impacto positivo cuando son significativos, mientras que las variables relacionadas con la situación financiera de la empresa, esto es, la carga financiera, el grado de endeudamiento y la existencia de créditos previos dudosos, están inversamente relacionadas con la probabilidad de obtención del préstamo. Además, cuantas más relaciones crediticias con bancos

- 3 Otro trabajo previo que usa un enfoque similar es el de G. Jiménez, S. Ongena, J. Peydró y J. Saurina, *Credit Supply vs Demand: Bank and Firm Balance-Sheet Channels in Good and Crisis Times*, Discussion Paper from Tilburg University, n.º 2012-005, Center for Economic Research.
- 4 Se incluyen efectos fijos de tiempo, de empresa, de banco o la combinación de empresa por tiempo según la especificación. Todas las estimaciones se realizan haciendo *cluster* a escala de empresa y banco.

Cuadro 1
PROBABILIDAD DE QUE UNA EMPRESA OBTENGA CRÉDITO CON CUALQUIER BANCO (a)

	Coeficientes para 2005-I TR 2008	Coeficientes para II TR 2008-III TR 2013	Coeficientes para IV TR 2013-II TR 2016
Créditos dudosos previos	-0,021	0,003	-0,042***
Endeudamiento	-0,036***	-0,078***	-0,102***
Carga financiera	0,000	-0,002***	-0,003***
Número de relaciones previas con bancos	0,006***	0,014***	0,015***
Activo total	-0,001	0,009***	0,005**
Edad	0,004	0,018***	0,003

FUENTE: Banco de España.

a *, ** y *** indican significatividad para niveles de confianza del 90 %, 95 % y 99 %, respectivamente.

tenga la compañía demandante, más probable resulta que obtenga financiación⁵. Respecto a la evolución a lo largo del ciclo, los resultados apuntan a que, en general, la sensibilidad de la probabilidad estimada a las variables explicativas aumentó durante la crisis y que, en el caso de las variables financieras, se incrementó adicionalmente en la etapa de recuperación.

Dado que la existencia de créditos previos puede condicionar la oferta de financiación de una determinada entidad, se ha estimado la misma especificación que en el caso anterior para la probabilidad de obtención de un crédito por parte de una empresa genérica con al menos un banco con el que dicha empresa no tuviera relación crediticia previa (véase cuadro 2). En este caso, tanto la

5 En la especificación también se han introducido otras variables, como la rentabilidad de la empresa o su productividad, pero los coeficientes estimados de estas variables no eran estadísticamente significativos.

edad como el tamaño presentan un signo negativo, lo que podría estar relacionado con un posible sesgo en la muestra de empresas utilizada⁶. Respecto al resto de variables, al igual que en el caso anterior, cuanto más débil es la situación financiera de la sociedad, menor es la probabilidad de obtención del crédito y el impacto de estas variables ha tendido a aumentar a lo largo del ciclo. Cabe destacar que los coeficientes estimados se incrementan (en valor absoluto) en relación con la especificación anterior, lo que pone de manifiesto que, ante una petición de crédito, si el banco no tenía ningún lazo crediticio anterior con la empresa, su política de oferta tenderá a ser más sensible a las características de las empresas.

6 En particular, este resultado podría reflejar que en la submuestra de empresas grandes y más antiguas es más probable que haya compañías que soliciten un préstamo a un nuevo banco cuando ya hubieran sido rechazadas por las entidades con las que ya tenían créditos, por su mala calidad crediticia.

Cuadro 2
PROBABILIDAD DE QUE UNA EMPRESA OBTENGA CRÉDITO CON ALGÚN BANCO CON EL QUE NO TIENE DEUDAS PENDIENTES (a)

	Coeficientes para 2005-I TR 2008	Coeficientes para II TR 2008-III TR 2013	Coeficientes para IV TR 2013-II TR 2016
Créditos dudosos previos	-0,108***	-0,109***	-0,136***
Endeudamiento	-0,039***	-0,108***	-0,118***
Carga financiera	-0,001*	-0,005***	-0,005***
Número de relaciones previas con bancos	-0,052***	-0,057***	-0,052***
Activo total	-0,016***	0,004*	0,003
Edad	-0,017**	-0,005	-0,028***

FUENTE: Banco de España.

a *, ** y *** indican significatividad para niveles de confianza del 90 %, 95 % y 99 %, respectivamente.

Cuadro 3
PROBABILIDAD DE QUE UNA EMPRESA OBTENGA UN CRÉDITO EN FUNCIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DEL BANCO (a)

	Coeficientes para 2005-I TR 2008	Coeficientes para II TR 2008-III TR 2013	Coeficientes para IV TR 2013-II TR 2016
Activo total	0,140***	0,141***	0,140***
Ratio de capital	0,323	0,644**	0,642**
Ratio de liquidez	0,184***	0,065	-0,052
Porcentaje de créditos dudosos	0,968	-0,250	-0,520***

FUENTE: Banco de España.

a Se presentan únicamente los resultados obtenidos para las variables referentes a las características de los bancos, aunque en la estimación se controla también por las de las empresas. *, ** y *** indican significatividad para niveles de confianza del 90 %, 95 % y 99 %, respectivamente.

Finalmente, cuando se estima la probabilidad de obtención del crédito de una empresa con un banco en particular⁷, se observa que el tamaño del banco incide positivamente, así como la ratio de capital (a partir de la crisis) y el grado de liquidez (en los años previos a la crisis, véase cuadro 3)⁸. Por su parte, el porcentaje de préstamos dudosos en la cartera de la entidad presenta un coeficiente negativo significativo solo en el período de recuperación económica. Estos resultados indican que durante la crisis aumentó el grado de heterogeneidad de la política crediticia de los bancos según la calidad crediticia de sus carteras y su solvencia, y lo

hizo adicionalmente durante la etapa actual de recuperación. En cambio, las diferencias en el grado de liquidez habrían dejado de influir sobre la oferta de crédito, quizás como consecuencia de la puesta en marcha de las medidas extraordinarias del BCE dirigidas a facilitar la disponibilidad de liquidez.

En definitiva, de acuerdo con los resultados de este recuadro, la probabilidad de concesión de créditos depende tanto de las características de los demandantes —en especial, de su situación financiera— como de las de los oferentes —y, en particular, de la solidez del balance bancario de la entidad—. Por otro lado, la evidencia presentada muestra que la sensibilidad de la probabilidad a las características de la empresa ha tendido a aumentar tras la crisis, lo que indicaría que, desde entonces, los bancos han tendido a discriminar más entre empresas según sus características, promoviendo de este modo una reasignación del crédito hacia sociedades de mayor calidad crediticia.

7 En las estimaciones se incluyen las mismas variables de empresa que en las especificaciones anteriores para controlar por las características de estas.

8 El resultado relativo al capital, en particular, confirma la importancia de una adecuada política macroprudencial, que persiga la creación de colchones adicionales durante las fases expansivas del ciclo, con el fin de mitigar la contracción de la oferta de crédito bancario durante las etapas recesivas.

Este recuadro aporta evidencia empírica sobre los factores que determinan el uso de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras y su peso relativo frente a los préstamos bancarios. Este análisis resulta relevante para entender por qué las empresas españolas tradicionalmente han acudido con menor frecuencia a los mercados para obtener financiación que sus homólogas de otros países de nuestro entorno. El análisis realizado explota la base de datos ERICA (European Records of IFRS Consolidated Accounts), que contiene información de las cuentas anuales consolidadas de unos mil grupos no financieros cotizados de ocho países europeos: Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Portugal y España¹. Esta información pone de manifiesto que el porcentaje medio que los bonos representan sobre el total de la suma de préstamos y bonos no supera en ninguno de los países el 33 %, siendo más elevado en algunos países de menor tamaño (Austria, Bélgica y Portugal).

1 Los datos de ERICA se compilan por el Grupo de Trabajo ERICA del ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices). Los datos utilizados están plenamente armonizados y están sujetos a controles de calidad para garantizar la fiabilidad de la información. La mayoría de los emisores de valores de renta fija forman parte de la muestra. Aunque también hay disponible información sobre empresas griegas, estas se excluyen del análisis. En lo referente a los grupos españoles, que centran el interés del recuadro, la base de datos ofrece una cobertura total de las empresas cotizadas desde el año 2011. Con el fin de extender el período muestral para las empresas españolas se usan los datos disponibles en el Banco de España, lo que permite conseguir una cobertura total de los grupos no financieros cotizados desde 2008.

Entre los factores que pueden explicar las diferentes estructuras de financiación ajena de las empresas se encuentran tanto los que son específicos de las compañías, como los relacionados con el país donde estas operan (aspectos jurídicos, institucionales, históricos, etc.). Con el fin de analizar el efecto de todos estos factores, se realiza una regresión de panel para el período 2009-2015, utilizando dos especificaciones alternativas. En la primera, la variable dependiente toma valor uno si en el balance del grupo aparecen valores de renta fija, y cero en caso contrario. La variable dependiente utilizada en la segunda especificación es el ratio entre el saldo de valores de renta fija sobre la suma de este y el de los préstamos bancarios. Las variables explicativas referentes a las características de la empresa y los países se muestran en el cuadro 1. Todas ellas están retardadas un año.

Los resultados muestran que la dimensión del grupo tiene un efecto positivo sobre el uso de valores de renta fija para financiarse, lo que podría explicarse porque la existencia de economías de escala hace que el coste de la emisión se reduzca conforme aumenta el tamaño de la operación². De hecho, el poder explicativo de las variables indicativas de tamaño empresarial es muy superior (en concreto, diez veces mayor) al correspondiente a la siguiente variable más relevante.

2 Véase E. F. Fama (1985), «What's different about banks?», *Journal of Monetary Economics*, 15, pp. 29-39.

Cuadro 1
FACTORES EXPLICATIVOS DEL USO DE VALORES DE RENTA FIJA POR PARTE DE GRUPOS NO FINANCIEROS COTIZADOS EUROPEOS (a)

	Valores de renta fija (1 = Sí / 0 = No)	Renta fija / (Renta fija + Préstamos)
Grupo grande (1 = Sí / 0 = NO)	0,547***	0,358***
Grupo mediano (1 = Sí / 0 = NO)	0,152***	0,061***
Grupo con riesgo elevado (1 = Sí / 0 = NO)	0,177***	0,092***
Apalancamiento financiero	0,003*	0,000
Flujo neto de caja / Activos	-0,280***	-0,154**
Activos tangibles / Activos	0,083*	-0,047*
Opacidad (1 = Sí / 0 = NO)	-0,023	-0,020**
Nivel bancarización (logaritmo núm. oficinas / 10.000 hab.)	-0,049***	-0,049***
Capitalización acciones cotizadas / PIB	0,159***	0,084***
Rentabilidad bonos – Tipo préstamos (media móvil de tres años)	-4,561***	-3,912***
Efectos fijos sector	Sí	Sí
Observaciones	6.444	6.111
R-cuadrado ajustado	0,285	0,292

FUENTE: Banco de España.

a La regresión se realiza a partir de la información de ERICA para el período 2009-2015. Los coeficientes se obtienen a partir de un modelo de mínimos cuadrados ordinarios que incluye efectos fijos de sector y los errores estándar están clusterizados a escala de empresa. *, ** y *** indican significatividad para niveles de confianza del 90 %, 95 % y 99 %, respectivamente.

Por otra parte, los resultados muestran que los grupos con mayor riesgo utilizan valores de renta fija con mayor frecuencia³, lo que podría estar relacionado con el hecho de que las empresas más arriesgadas se enfrentan a condiciones menos favorables en su acceso a los préstamos bancarios, debido a los requerimientos prudenciales a los que se enfrentan las entidades de crédito.

Asimismo, de acuerdo con estas estimaciones, la prevalencia de los valores de renta fija en los pasivos de las empresas es más alta en las que disponen de un mayor volumen de activos de garantía. Ello podría ser consecuencia del hecho de que las compañías que cuentan con este tipo de activos se enfrentan a unas mejores condiciones de financiación externa⁴. Sin embargo, la disponibilidad de estos activos parece favorecer en mayor medida la financiación bancaria, ya que dicha variable está inversamente relacionada con el peso relativo de los valores de renta fija dentro del conjunto de los fondos ajenos con coste. Por último, se encuentra que las empresas más opacas (aproximadas como aquellas para las que el valor

absoluto de los resultados extraordinarios representa una mayor proporción de sus flujos de caja⁵) tienden a financiarse en mayor medida con préstamos bancarios, en detrimento de los bonos.

Los coeficientes obtenidos para las variables referentes al país donde opera la empresa son similares para las dos especificaciones. Como se documenta en la literatura, las empresas residentes en países con un elevado grado de bancarización, aproximado por el número de oficinas por habitante, tienden a financiarse mediante bonos con menor frecuencia y el peso relativo de los préstamos es superior. En línea con este resultado, los grupos residentes en países en los que los mercados financieros tienen una mayor importancia, medida a partir de la capitalización de las empresas cotizadas relativa al PIB del país, dependen en mayor medida de la financiación con valores de renta fija.

Por último, el diferencial del coste de financiación mediante bonos frente al de los préstamos bancarios tiene un efecto importante sobre la composición de los pasivos. Así, un aumento de 1 pp en la rentabilidad de los bonos relativa al tipo de interés de los préstamos disminuye la probabilidad de recurrir a la emisión de valores en 4,6 pp. En este sentido, el descenso que se ha observado desde 2012 en el coste de financiación de los bonos en

3 La medición del riesgo del grupo se realiza a partir del Z-score de Altman. En concreto, se utiliza una variable discreta que toma valor uno para aquellas empresas cuyo Z-score es inferior a 1,81 y que, por tanto, se encuentran en la zona de peligro de quiebra. Para mayor detalle, véase E. I. Altman (1968), «Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy», *The Journal of Finance*, vol. 23, n.º 4, pp. 589-609.

4 Véase T. Hoshi, A. Kashyap y D. Scharfstein (1993), *The choice between public and private debt: an analysis of post-deregulation corporate financing in Japan*, NBER Working Paper series.

5 En línea con G. López-Espinosa, M. Mayordomo y A. Moreno (2016), «When does relationship lending start to pay?», *Journal of Financial Intermediation*, de próxima publicación, y C. Leuz, D. Nanda y P. Wysocki (2003), «Earnings management and investor protection: an international comparison», *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 505-527.

DIFERENCIA EN EL RECURSO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS A LA RENTA FIJA. ESPAÑA FRENTE A UEM

Gráfico 1
DIFERENCIA POR PERÍODO (a)

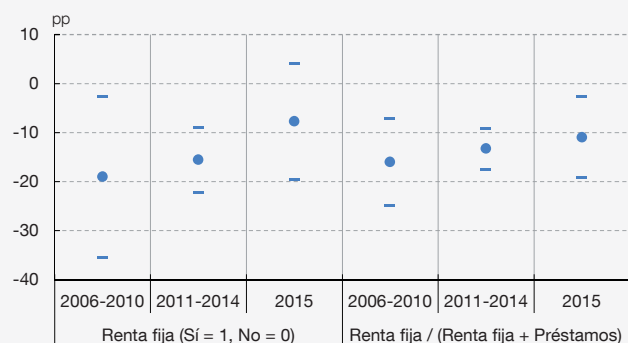
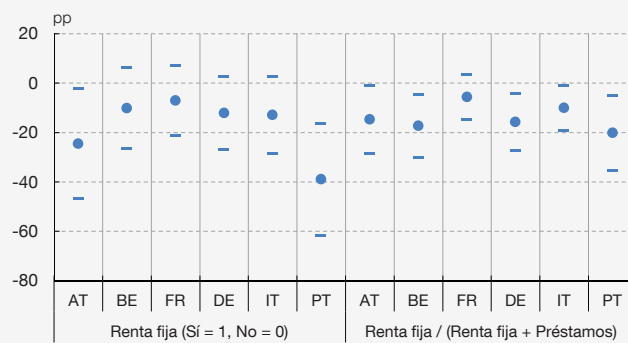


Gráfico 2
DIFERENCIA ENTRE PAÍSES. AÑO 2015 (a)



FUENTE: Banco de España.

a Los círculos muestran la diferencia en la probabilidad media de que las empresas españolas hayan emitido bonos (o el peso de estos) con respecto a la probabilidad media de que empresas similares del resto de países europeos lo hayan hecho (o su peso). El intervalo de confianza al 95 % está representado mediante guiones.

comparación con el de los préstamos bancarios habría aumentado el atractivo de esta fuente de financiación frente a la bancaria, factor que podría contribuir a explicar el aumento reciente en el grado de desintermediación de la financiación de las empresas.

Para analizar la evolución de la estructura de financiación de las empresas españolas frente a las europeas, así como su situación reciente, se estima la diferencia en la probabilidad media de que las empresas españolas emitan bonos con respecto a la probabilidad media de que lo hagan los grupos empresariales similares del resto de países europeos⁶. El gráfico 1

6 En concreto, se ha llevado a cabo un análisis a partir de una técnica de estimación basada en el denominado «emparejamiento con el vecino más cercano». De acuerdo con esta técnica, para identificar empresas similares se utiliza una equivalencia exacta en cuanto al tamaño (grupo grande, mediano o pequeño), riesgo, opacidad, sector y año. Además, las empresas son emparejadas de acuerdo con su apalancamiento, flujo neto de caja y activos tangibles. Para más detalles, véanse A. Abadie y G. W. Imbens (2006), «Large sample properties of matching estimators for average treatment effects», *Econometrica*, 74, pp. 235-267, y A. Abadie y G. W. Imbens (2011), «Bias-corrected matching estimators for average treatment effects», *Journal of Business and Economic Statistics*, 29, pp. 1-11.

indica que, durante el período anterior a la crisis de la deuda soberana y durante esta, los grupos cotizados españoles utilizaban bonos para financiarse con menor frecuencia que sus homólogos europeos con las mismas características. Sin embargo, en 2015 las diferencias ya no son estadísticamente significativas. En lo referente al peso que estos valores tienen sobre el saldo total de préstamos y valores de renta fija, la diferencia también se ha reducido, aunque en este caso no se ha producido una convergencia, de modo que para los grupos españoles esa proporción sigue siendo algo más reducida que la de grupos europeos con similares características. Por último, la comparación de España con cada país de forma individual en 2015 arroja conclusiones similares (véase gráfico 2), encontrándose que la mayor convergencia en términos del peso de la financiación no intermediada se observa en relación con las grandes economías de la UEM (Italia, Alemania y Francia)⁷.

7 Con anterioridad a 2015, la presencia y el peso de los valores de renta fija eran significativamente inferiores para los grupos españoles, salvo si se comparan con los italianos.

Resumen

El saldo por cuenta corriente de la economía española ha mejorado 11,6 puntos porcentuales (pp) de PIB desde el inicio de la crisis, pasando de presentar un déficit del 9,6 % del PIB a finales de 2007 a un superávit del 2 % en 2016. Si bien todas las rúbricas han contribuido de forma positiva a este ajuste, destaca la corrección del saldo neto de bienes no energéticos (5,7 pp) y de la balanza de rentas de inversión (2,5 pp). Por su parte, el saldo energético y la balanza de otros servicios han contribuido con un ajuste de 1,3 pp de PIB, cada uno. Finalmente, la balanza de servicios turísticos aumentó su superávit en 0,6 pp.

De acuerdo con el análisis desarrollado en este capítulo, aproximadamente la mitad del ajuste de la cuenta corriente puede explicarse por la evolución cíclica de la economía y la caída de los precios del petróleo. Entre el resto de factores que habrían contribuido a la corrección del saldo exterior, destacan el ajuste de las cuentas públicas, el envejecimiento de la población, las menores expectativas de crecimiento y las ganancias en competitividad experimentadas en los últimos años.

Tanto la consolidación fiscal como el envejecimiento de la población y las menores expectativas de crecimiento redundan en una debilidad persistente de la demanda interna, que, unida a la mejora de la competitividad, ha contribuido al aumento de la tasa de crecimiento estructural de las exportaciones, en un contexto en el que las empresas españolas buscan nuevos mercados fuera de España. Estos mismos factores (especialmente, las ganancias en competitividad) han contribuido también al menor dinamismo en términos estructurales de las importaciones, que se ha visto parcialmente compensado por la pujanza de las exportaciones en empresas y sectores con elevado contenido importador.

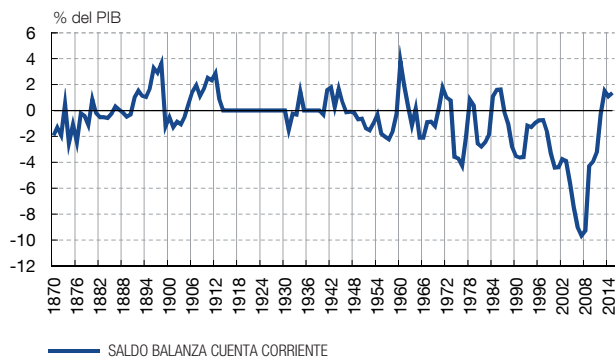
Cabe esperar que la vulnerabilidad exterior de la economía española se reduzca paulatinamente a lo largo de los próximos años. Aun así, los riesgos asociados al elevado nivel de endeudamiento exterior, que se materializan en una PII deudora neta del 85,7 % del PIB, subrayan la necesidad de mantener superávits por cuenta corriente de forma sostenida en el futuro. A ello deberían contribuir tanto el saneamiento estructural de las cuentas públicas como las reformas de los mercados de factores y de productos que favorezcan el crecimiento de la productividad y el mantenimiento y profundización en las ganancias de competitividad exterior.

1 Introducción

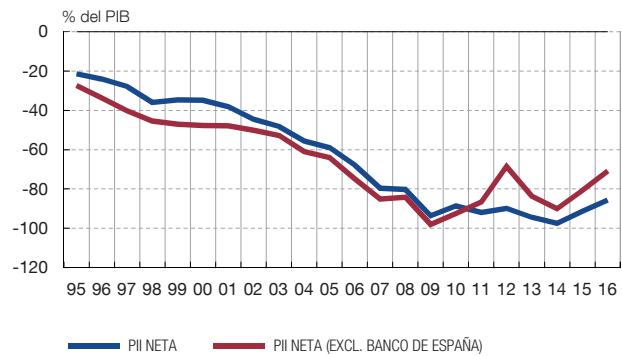
Desde el comienzo de la crisis, la economía española ha experimentado un intenso proceso de ajuste en su balanza por cuenta corriente. En los años que precedieron al inicio de la crisis financiera global, la economía española registró unos déficits por cuenta corriente de una magnitud sin precedentes en la serie histórica (véase gráfico 3.1). La financiación de estos déficits situó el endeudamiento de España respecto al exterior en cifras muy elevadas. Así, la posición de inversión internacional (PII) deudora neta se incrementó en 45 pp de PIB entre 2000 y 2007. Con posterioridad, la balanza por cuenta corriente ha mostrado una mejora muy notable. Concretamente, tras un deterioro de 6 pp entre 2000 y 2007, se ha producido una corrección de unos 12 pp de PIB entre 2008 y 2016.

La atonía de la demanda nacional, la mejora de la competitividad, el mantenimiento de unas condiciones financieras laxas, el abaratamiento del petróleo y la consolidación fiscal son algunos de los factores que explican la mejora del saldo exterior. Durante el ciclo expansivo previo al inicio de la crisis, la existencia de unas perspectivas

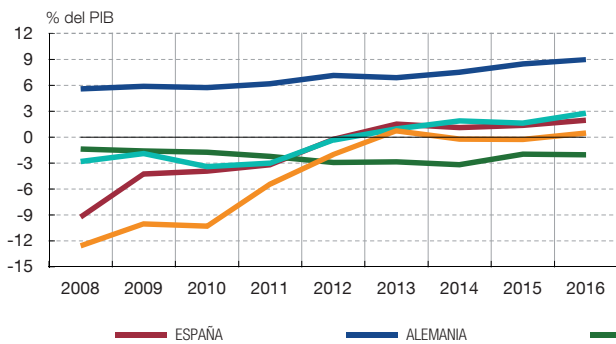
1 SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (a)



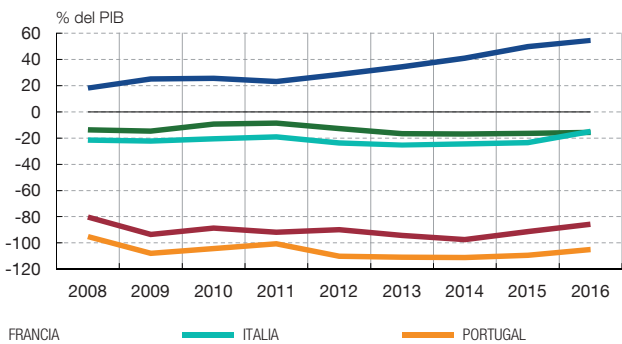
2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (PII)



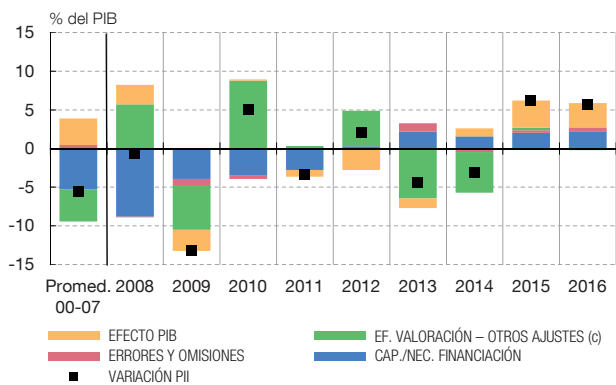
3 SALDO BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



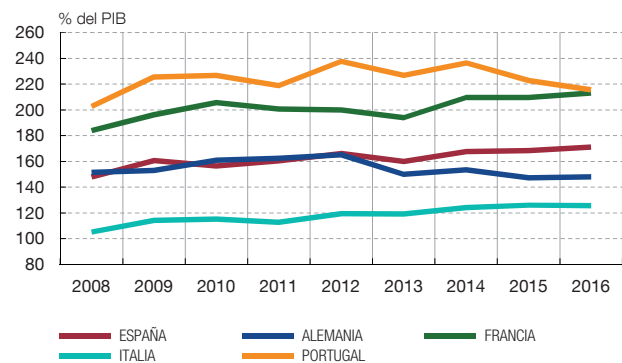
4 PII NETA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



5 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (b)



6 DEUDA EXTERNA BRUTA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, fuentes nacionales y Datastream.

- a Los datos de la balanza por cuenta corriente para el período 1870-1995 proceden de la base de datos: Óscar Jordà, Moritz Schularick y Alan M. Taylor (2017), «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts», en *NBER Macroeconomics Annual 2016*, vol. 31, editado por Martin Eichenbaum y Jonathan A. Parker, Chicago, University of Chicago Press.
- b Un signo positivo (negativo) implica un incremento (disminución) de la PII Neta.
- c Los efectos de valoración son las revalorizaciones por tipo de cambio y/o por precio de los instrumentos financieros, mientras que los otros ajustes son otros cambios de volumen, entre los que destacan cancelaciones contables por reconocimiento de la imposibilidad de recuperación de fondos, reclasificaciones de activos y/o pasivos y cambios de residencia de tenedores o emisores de activos financieros y pasivos.

Descargar

de crecimiento excesivamente optimistas, la acumulación de pérdidas de competitividad y la disponibilidad de abundante financiación en condiciones holgadas favorecieron, entre otros factores, el deterioro del saldo por cuenta corriente de la economía española¹. A partir de 2009, las perspectivas de crecimiento y los costes laborales unitarios se corrigieron de forma abrupta, favoreciendo la mejora del saldo exterior. Con posterioridad, desde 2013, la reducción del diferencial de los tipos de interés aplicados a los agentes residentes en relación con los de los países del núcleo de la UEM permitió reforzar la competitividad de la economía española (véase el capítulo 2 del *Informe Anual, 2015*, del Banco de España) y reducir los pagos netos de intereses al resto del mundo, al ser España una economía deudora neta. Asimismo, tras el fuerte deterioro del déficit público registrado entre 2007 y 2009, el proceso de consolidación fiscal desarrollado ha favorecido una evolución del ahorro nacional más positiva. Finalmente, el proceso de ajuste del déficit exterior se ha visto impulsado por factores de naturaleza más transitoria, como el desplome de la actividad económica durante las fases más recesivas de la crisis y la caída del precio del petróleo, que pasó de 86 a 24 euros por barril entre enero de 2012 y enero de 2016, reduciendo notablemente la factura energética.

A pesar de las mejoras recientes en el saldo externo, el todavía elevado nivel de endeudamiento con el exterior representa una de las principales vulnerabilidades de la economía española. Al final de 2016, la PII deudora neta se situó en el 85,7 % del PIB, porcentaje que permanece entre los más elevados de las economías avanzadas (véase gráfico 3.1). Por su parte, la deuda externa bruta, que engloba los pasivos exigibles, alcanzó el 167,5 % del PIB. En este contexto, un eventual deterioro de las condiciones de acceso a la financiación procedente del resto del mundo podría afectar a la estabilidad macrofinanciera, a pesar de los cambios recientes que se han producido en la composición de los pasivos exigibles hacia un mayor plazo de vencimiento de estos. Mitigar este elemento de riesgo requerirá mantener superávits por cuenta corriente durante un período prolongado.

Este capítulo analiza la corrección reciente del déficit exterior y sus factores determinantes, con el objetivo de delimitar su carácter más o menos persistente. Disponer de una cuantificación de los distintos factores que se encuentran detrás del ajuste de la cuenta corriente permite valorar en qué medida se puede prever que la corrección reciente del saldo exterior tenga un carácter duradero y, por tanto, estimar de manera aproximada el grado de vulnerabilidad futura de la economía española de acuerdo con escenarios alternativos sobre la evolución de sus necesidades financieras externas.

2 Caracterización de la corrección del saldo exterior

La necesidad o la capacidad de financiación de una nación se determina como la suma de los saldos de la balanza por cuenta corriente y la balanza de capital. La balanza por cuenta corriente se subdivide, a su vez, en cuatro subbalanzas básicas²: bienes (exportaciones e importaciones), servicios (que incluye pagos y cobros derivados del turismo y de los otros servicios no turísticos), renta primaria (que incorpora, entre otros conceptos, los pagos y cobros de intereses por pasivos o activos, respectivamente, con el resto del mundo) y renta secundaria (que incluye, entre otras rúbricas, los pagos y cobros de remesas de la migración). Por su parte, la balanza de capital, que en términos relativos es de menor magnitud, está condicionada básicamente por las transferencias de capital

1 Véanse J. M. Campa y Á. Gavilán (2011), «Current accounts in the euro area: An intertemporal approach», *Journal of International Money and Finance*, 30, pp. 205-228, y K. Adam, P. Kuang y A. Marcet, (2012), «House Price Booms and the Current Account», en *NBER Macroeconomics Annual*, University of Chicago Press, vol. 26, pp. 77-122.

2 Véase la *monografía Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2014*, del Banco de España.

procedentes y con destino en la UE. A continuación se describe la evolución de las anteriores rúbricas desde el año 2000, con especial atención en el período posterior a 2008. Dado que toda transacción real recogida en la balanza de pagos dispone de una contrapartida financiera, en la subsección 2.2 se analiza la cuenta financiera.

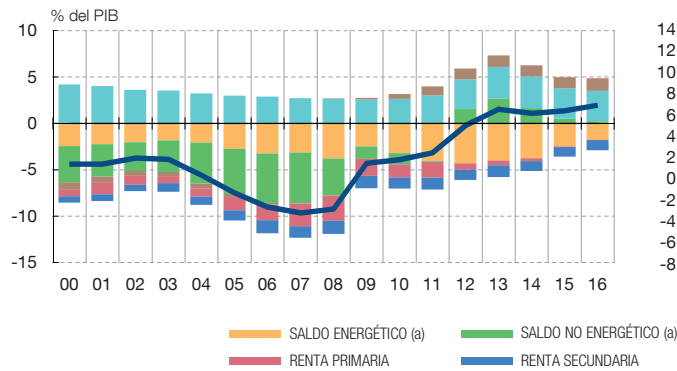
La economía española experimentó un deterioro del saldo por cuenta corriente de 6 pp de PIB entre 2000 y 2008, por el empeoramiento de todas sus rúbricas, en especial de las compras netas de bienes no energéticos. Durante el período expansivo que precedió a la crisis, la economía española acumuló un desequilibrio exterior que alcanzó cerca del 10 % del PIB en 2007 (véase el panel 1 del gráfico 3.2). Con la excepción del superávit de servicios (2,7 % del PIB en 2007), todas las rúbricas mostraron saldos netos negativos a lo largo del período 2000-2007, destacando la magnitud del déficit de bienes no energéticos, que se situó en el 5,5 % de PIB en 2007. En este período, se incrementó la contribución negativa a la cuenta corriente de las partidas deficitarias, en particular de las importaciones netas de bienes, tanto en su vertiente energética como no energética, que aumentaron en 0,7 pp y 1,6 pp de PIB, respectivamente.

Desde 2008, el saldo por cuenta corriente ha mejorado en torno a 12 pp de PIB, gracias también a la evolución de todas sus rúbricas, en particular de las compras de bienes no energéticos y de la balanza de rentas. En este período, la economía española ha corregido de forma abrupta el desequilibrio externo, hasta alcanzar un superávit por cuenta corriente del 2 % en 2016. Este hecho es especialmente remarcable, ya que, desde 2014, los superávits externos han coexistido con crecimientos positivos y significativos del PIB, cuando tradicionalmente las recuperaciones de la economía española han venido asociadas a deterioros del saldo exterior. A partir de 2008, todas las rúbricas han contribuido a la corrección del déficit por cuenta corriente, si bien lo han hecho de forma desigual, siendo las balanzas de bienes no energéticos y de rentas primarias las que han realizado una mayor aportación (véase el panel 2 del gráfico 3.2).

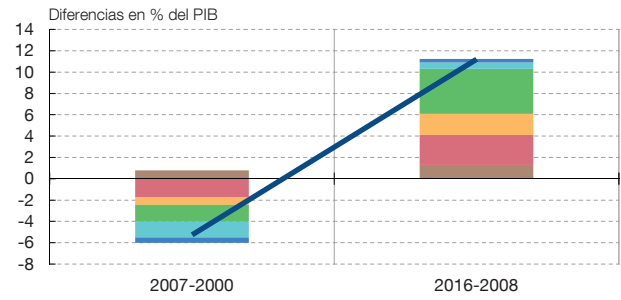
En una primera fase, el ajuste tuvo lugar, principalmente, a través de la reducción de las importaciones de bienes no energéticos, que posteriormente se ha visto reforzada por una mejora del conjunto de las exportaciones. La mejora de la balanza comercial reflejó el ajuste del saldo neto de bienes no energéticos, que pasó de presentar un déficit del 5,5 % del PIB en 2007 a un superávit del 0,2 % en 2016 (véanse los paneles 3 y 4 del gráfico 3.2). Inicialmente, entre 2008 y 2010 la corrección se debió a la fuerte contracción de las importaciones, a la que posteriormente se sumó la recuperación de las exportaciones, cuyo peso relativo en el PIB llegó a superar los porcentajes previos a la crisis. A pesar de los incrementos sustanciales en el precio del petróleo, que pasó de 30 dólares por barril en 2000 a 146 en 2008, el saldo de bienes energéticos mostró variaciones muy limitadas en el período precrisis, como consecuencia de la notable reducción de la dependencia del petróleo de la economía española que se produjo durante ese período (véase recuadro 3.1). La continuación del proceso de mejora de la eficiencia energética y la caída reciente de los precios del petróleo han posibilitado que, en los dos últimos años, este componente haya contribuido de forma significativa a mejorar el saldo por cuenta corriente, al reducirse la factura energética en 2 pp de PIB, hasta alcanzar un déficit del 1,8 % en 2016. Por su parte, la mejora del saldo de la balanza de servicios ha respondido tanto al dinamismo de las exportaciones turísticas —resultado, en parte, de las tensiones geopolíticas en varios destinos competidores³— como al crecimiento de las exportaciones de otros servicios. No obstante, en su

3 Véase recuadro 7, “El dinamismo del turismo no residente en 2016 y sus determinantes”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

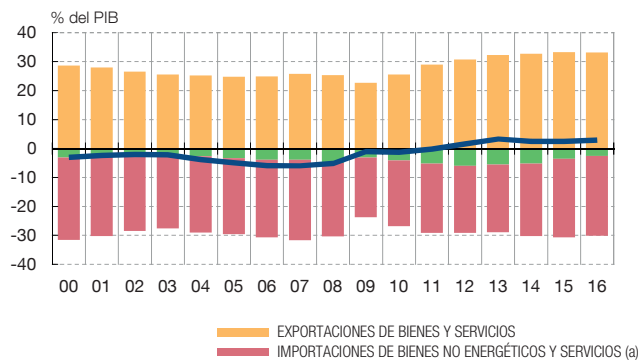
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. SALDOS



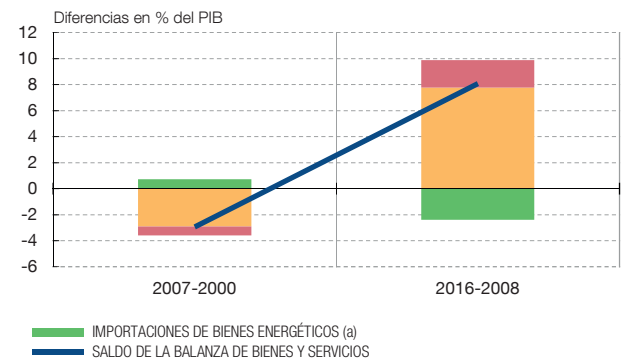
2 VARIACIÓN BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



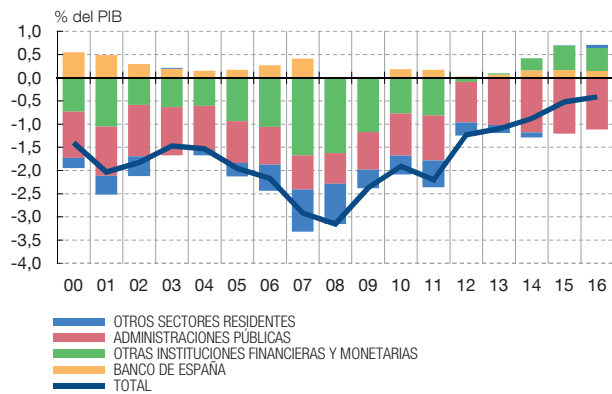
3 BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS. SALDOS



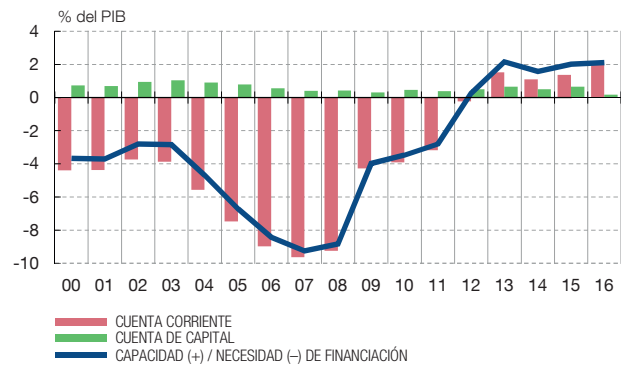
4 VARIACIÓN BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS



5 RENTAS DE LA INVERSIÓN. SALDOS



6 CAPACIDAD / NECESIDAD DE FINANCIACIÓN



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Los saldos energético y no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.



conjunto, la ampliación del superávit de la balanza de servicios (1,9 pp de PIB entre 2008 y 2016) ha contribuido en menor medida que la corrección observada en la balanza de bienes (5,7 pp de PIB entre 2008 y 2016) al proceso de ajuste de la cuenta corriente.

El saldo de la balanza de rentas de inversión también ha mejorado de forma significativa durante el período 2008-2016. En concreto, el déficit de la balanza de rentas de inversión se redujo en este período en 2,7 pp de PIB, hasta el 0,4 % en 2016 (véase el panel 5 del gráfico 3.2). Esta mejora refleja la reducción de los tipos de interés durante el conjunto del período considerado, así como los cambios de composición de los pasivos exteriores por sectores institucionales. Concretamente, se ha incrementado el peso relativo de las tenencias de deuda pública en manos de no residentes, cuyo coste de financiación es, en general, inferior al de la renta fija emitida por el sector privado. Asimismo, el proceso de desapalancamiento emprendido por este último ha dado lugar a una apreciable disminución de los pagos netos por intereses asociados, hasta el punto de registrar superávits en torno al 0,6 % del PIB en 2016, en contraste con el déficit del 2,5 % del PIB registrado en 2008.

El papel de la cuenta de capital en los ajustes observados en los últimos años ha sido secundario. El superávit de la cuenta de capital, que viene determinado, fundamentalmente, por las transferencias de capital con la UE, mostró una evolución relativamente estable desde el año 2000, de manera que su aportación a la corrección del saldo exterior ha sido marginal (véase el panel 6 del gráfico 3.2).

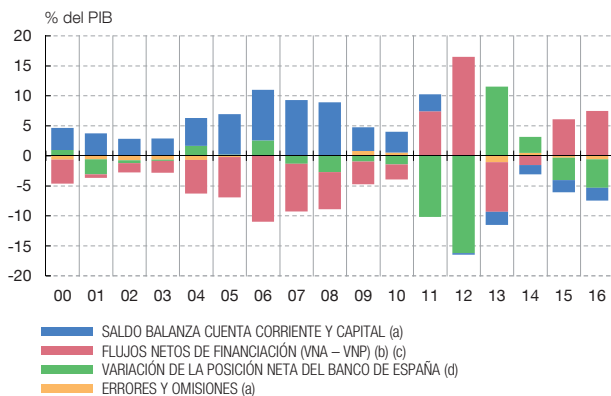
2.2 LA CUENTA FINANCIERA

En los años previos a la crisis, los saldos de las transacciones financieras con el resto del mundo se tornaron cada vez más negativos. Esto fue el resultado de una inversión neta en España de los agentes no residentes (variación neta de pasivos o VNP) creciente y superior a la efectuada por los residentes en el exterior (variación neta de activos o VNA) (véanse los paneles 1 y 2 del gráfico 3.3). Durante el período expansivo anterior a la crisis, la VNP se debió principalmente a la captación de fondos por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM) y de los fondos de titulización para cubrir las necesidades de financiación del sector privado⁴ (véanse los paneles 3 y 4 del gráfico 3.3). Por otro lado, la inversión directa de las empresas españolas en el extranjero superó a la inversión directa de las empresas extranjeras en España, siendo este un componente muy importante de la VNA a lo largo de esos años (véanse los paneles 5 y 6 del gráfico 3.3).

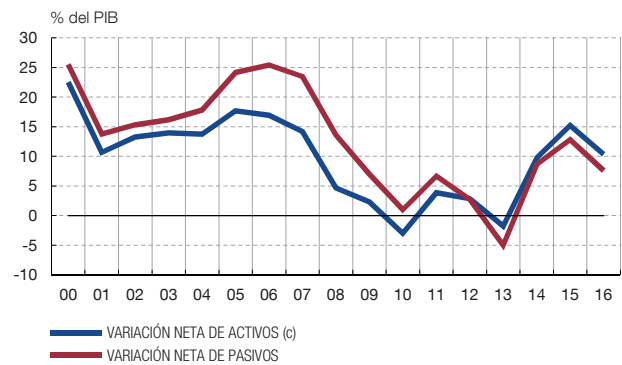
Desde el inicio de la crisis, los flujos de inversión y de captación de fondos en el exterior se redujeron considerablemente. Tanto los flujos de captación de fondos como los flujos de inversión se redujeron desde el inicio de la crisis. No obstante, la reducción en la VNP fue de mayor magnitud que la correspondiente a la VNA. De este modo, a partir de 2012 la VNA se situó por encima de la VNP (véase el panel 2 del gráfico 3.3), dando lugar a un saldo positivo de la cuenta financiera que se ha mantenido durante los últimos cuatro años. Si bien los flujos de entrada y de salida se recuperaron en el año 2014 y posteriores, su composición difiere de la observada antes de la crisis. Así, desde el punto de vista de los sectores institucionales, cabe destacar que los otros sectores residentes (OSR) pasaron de captar fondos netos en los años previos a la crisis a realizar inversiones netas en el exterior en los años posteriores. Por su parte, las AAPP, como consecuencia de la aparición de continuos y elevados déficits públicos, requirieron captar fondos que, en parte, fueron financiados por inversores internacionales, a través de inversiones en cartera.

⁴ Clasificados dentro de los otros sectores residentes (OSR).

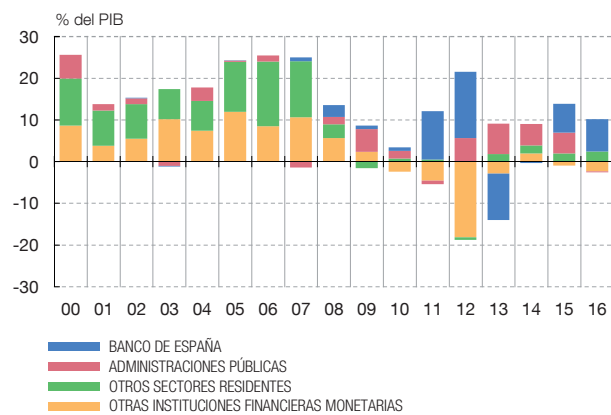
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL Y TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR



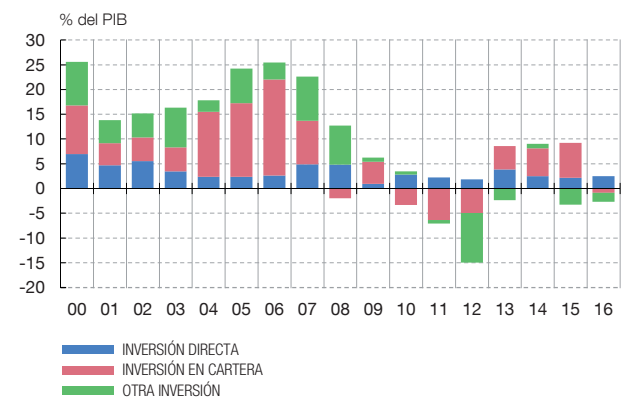
2 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS Y VARIACIÓN NETA DE PASIVOS



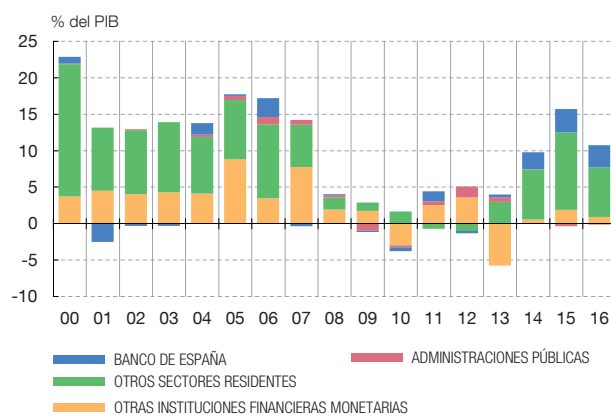
3 VARIACIÓN NETA DE PASIVOS. DESGLOSE SECTORIAL



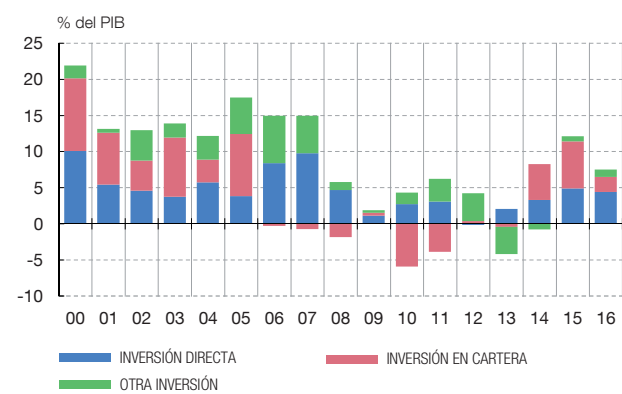
4 VARIACIÓN NETA DE PASIVOS (EXCLUIDO EL BANCO DE ESPAÑA). DESGLOSE POR CATEGORÍA FUNCIONAL



5 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS. DESGLOSE SECTORIAL



6 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS (EXCLUIDO EL BANCO DE ESPAÑA). DESGLOSE POR CATEGORÍA FUNCIONAL



FUENTE: Banco de España.

- a Cambiado de signo.
- b Excluido el Banco de España.
- c Los derivados financieros se contabilizan en términos netos (VNA - VNP) y, por convención, se asignan a la variación neta de activos.
- d Variación de activos menos variación de pasivos. Un signo positivo (negativo) recoge una disminución (aumento) de los pasivos netos exteriores del Banco de España.



A partir de 2010, los flujos financieros con el exterior estuvieron muy condicionados, inicialmente por las tensiones financieras en el área del euro y, posteriormente, por las medidas extraordinarias del BCE. Las tensiones financieras en el área del euro que se produjeron entre 2010 y 2012 generaron salidas netas de fondos hacia el exterior en los sectores distintos del Banco de España, que llegaron a alcanzar el 15 % del PIB en 2012, y un aumento considerable de los pasivos netos del banco central como resultado de la creciente necesidad de las entidades financieras españolas de suplir la financiación procedente de los mercados financieros con fondos procedentes del Eurosistema.

A partir de 2013, la mejora de las condiciones de acceso a la financiación exterior de los sectores residentes permitió revertir la salida de fondos procedentes del exterior.

La progresiva normalización de los mercados de capitales de la UEM que se produjo a partir del tramo final de 2012 alivió significativamente las necesidades de apelar a la financiación procedente del banco central por parte de las entidades de crédito españolas. Con posterioridad, la abundante liquidez resultante de las medidas no convencionales de expansión cuantitativa puestas en marcha por el BCE en los últimos años ha vuelto a dar lugar a salidas netas de fondos en la economía española, aunque de naturaleza muy distinta a las que se produjeron con motivo del episodio de crisis de la balanza de pagos de 2012. De hecho, las salidas de fondos recientes no son el reflejo de un empeoramiento del sentimiento económico en relación con la economía española, como sucedió en el episodio de 2011-2012, sino el resultado de una redistribución entre entidades y países de la abundante liquidez inyectada por el Eurosistema⁵.

3 Un análisis de la persistencia del ajuste reciente de la balanza por cuenta corriente

En el análisis de los determinantes del desequilibrio exterior, resulta útil distinguir entre la contribución de factores de naturaleza transitoria frente a otros de carácter más permanente. Diferentes organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea, han adoptado una metodología que permite descomponer el ajuste del sector exterior de acuerdo con el efecto de diversos factores explicativos sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes y sobre la evolución de las exportaciones netas⁶. Este enfoque facilita la identificación de los determinantes de naturaleza cíclica y, por tanto, transitorios, frente al resto de factores. En esta sección se considera una variante de esta metodología que incluye un conjunto más amplio de determinantes del saldo exterior, con el objetivo de aproximar las especificidades de la zona del euro, y en particular de la economía española⁷.

Entre los factores de naturaleza transitoria, destaca el papel del ciclo económico. La atonía de la demanda interna durante una recesión da lugar a caídas en las importaciones y subidas en las exportaciones, que contribuyen a la mejora del saldo comercial y, por tanto, de la cuenta corriente. Sin embargo, cabe esperar que esta contribución revierta a medida que se materialice la fase expansiva del ciclo y la brecha de producción entre en terreno positivo.

La evolución del precio del petróleo también puede desempeñar un papel relevante en la evolución del saldo exterior. Un abaratamiento de los precios del petróleo contribuye a una reducción del saldo energético en países que son importadores netos, como

5 Para más detalles, véase J. Martínez Pagés (2016), «Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

6 Véase FMI (2013), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, Documento de Trabajo 13/272.

7 E. Moral-Benito y F. Viani (2017), *An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

España, donde el componente energético representa una parte significativa del saldo por cuenta corriente. El grado de transitoriedad de los cambios en el precio del crudo es difícil de identificar *a priori*, si bien la elevada volatilidad que esta variable muestra en determinados períodos desaconseja su consideración como un factor explicativo del saldo de la cuenta corriente de naturaleza estructural.

Otros factores de carácter más permanente —como la consolidación fiscal, las ganancias de competitividad, el envejecimiento de la población o las menores expectativas de crecimiento— también pueden contribuir a la corrección del saldo exterior. La reducción en las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas contribuye a la corrección del déficit exterior, vía su efecto negativo sobre la demanda interna. Por su parte, el proceso de envejecimiento de la población puede fomentar el ahorro de los agentes en la medida en que se perciba, por ejemplo, la necesidad de completar las pensiones procedentes del sistema público. Asimismo, unas menores expectativas de crecimiento potencial pueden implicar tasas de inversión y, por consiguiente, necesidades de financiación más reducidas. Finalmente, las ganancias en competitividad procedentes, por ejemplo, del ajuste de los costes laborales y financieros permiten a las empresas competir internacionalmente en mejores condiciones y aumentar sus exportaciones.

Se estima que en torno a una tercera parte del ajuste del saldo exterior entre 2008 y 2015 se debió a la evolución cíclica de la actividad económica (véanse los paneles 1 y 2 del gráfico 3.4). De esta forma, la balanza por cuenta corriente ajustada de ciclo, es decir, una vez que se descuenta el efecto de la contracción de la actividad, alcanzó un déficit del 0,2 % del PIB en 2015, frente al déficit del 6,9 % en 2008 (véase el panel 2 del gráfico 3.4).

La caída en los precios del petróleo en los últimos años también ha contribuido de forma significativa al proceso de corrección del saldo exterior. Los precios del petróleo en euros se redujeron un 73 % entre 2012 y 2015, lo que explica en torno a una quinta parte de la corrección del saldo por cuenta corriente observada en ese período (véase el panel 4 del gráfico 3.4). En este caso, si bien el proceso de recuperación de los precios del petróleo es incierto, no parecen probables caídas adicionales que contribuyan a nuevas reducciones de la factura energética de la magnitud de las observadas en el período 2014-2015.

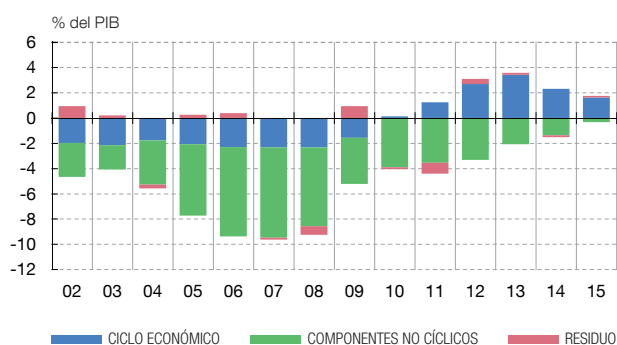
La consolidación fiscal destaca entre el resto de factores que han contribuido al ajuste del saldo exterior. El componente estructural del déficit público se redujo en 5,3 pp desde 2010 hasta 2015. La contribución de este saneamiento de las cuentas públicas al ajuste del saldo exterior alcanzaría, de acuerdo con estas estimaciones, alrededor de un 20 % (véase el panel 4 del gráfico 3.4)⁸. Con todo, el déficit público en términos estructurales aún se sitúa lejos de los objetivos marcados por la Comisión Europea en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo cual indica que existe margen para que continúe la aportación positiva de este factor a la mejora del saldo por cuenta corriente⁹.

Las ganancias de competitividad que ha registrado la economía española han desempeñado también un papel significativo. Los costes laborales unitarios de España relativos al resto del área del euro se han reducido un 11 % entre 2008 y 2015. Esta mejora, junto

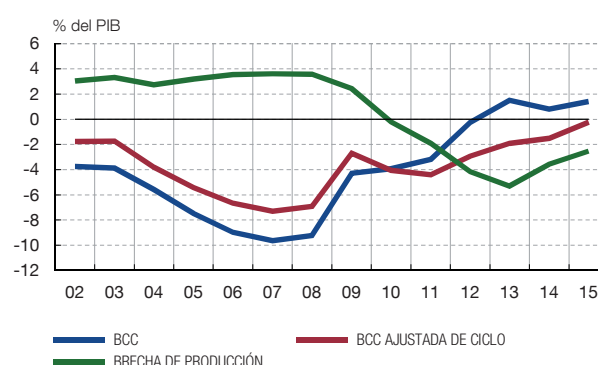
⁸ Esta contribución estimada tiene descontado el efecto cíclico de cambios en el componente estructural del déficit público al incluir la brecha de producción.

⁹ Nótese que el factor relevante para la cuenta corriente es el saldo fiscal estructural relativo al resto de países. De este modo, en 2015 según los datos del FMI, el saldo estructural de España relativo al resto de países mejoró pese a que en términos absolutos empeoró.

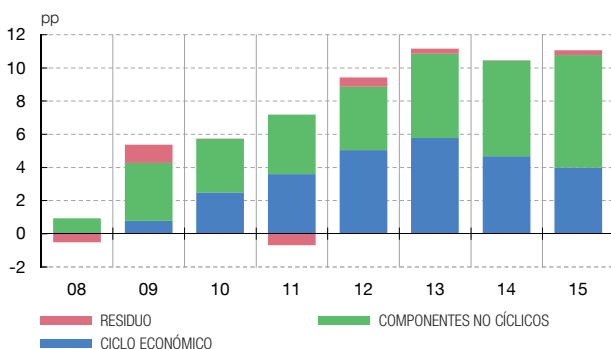
1 DESCOMPOSICIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (a)



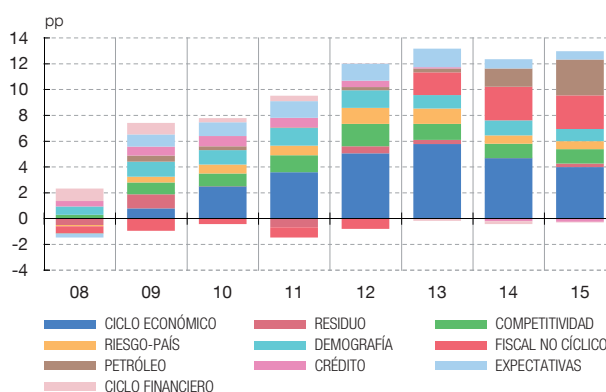
2 LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE AJUSTADA DE CICLO



3 EL AJUSTE ACUMULADO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE 2008-2015 (b)



4 DESCOMPOSICIÓN DEL AJUSTE ACUMULADO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE 2008-2015 (b)



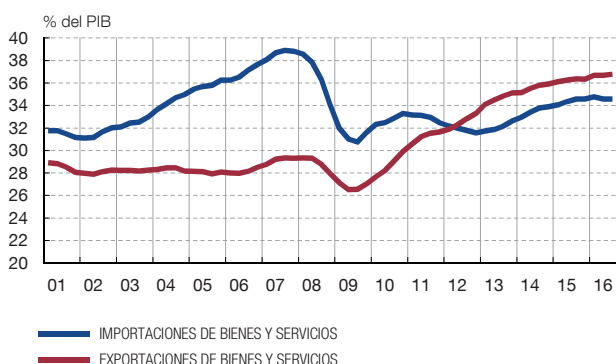
FUENTE: E. Moral-Benito y F. Viani (2017), *An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

- a La descomposición se basa en una regresión de la balanza por cuenta corriente en una serie de factores cíclicos y no cíclicos. Concretamente, se incluyen como factores cíclicos la brecha de producción (ciclo económico) y la volatilidad en los mercados financieros aproximada por el índice VIX (ciclo financiero). Como factores no cíclicos, los costes laborales unitarios y el coste de financiación aproximado por los tipos de interés a largo plazo (competitividad), la calidad institucional aproximada por la encuesta International Country Risk Guide (riesgo-país), el envejecimiento de la población (demografía), el saldo fiscal ajustado de ciclo (fiscal no cíclico), el precio del petróleo y la dependencia energética (petróleo), el crecimiento del crédito privado (crédito), y las previsiones de crecimiento del PIB a medio plazo (expectativas).
- b Se utiliza la misma regresión que en el panel 1, pero considerando los cambios acumulados de cada factor en lugar de sus niveles.

con la experimentada por las condiciones financieras, aproximada por la evolución de los tipos de interés a largo plazo, explicaría, de acuerdo con estas estimaciones, en torno al 9% del ajuste de la cuenta corriente acumulado entre 2008 y 2015. Si bien es cierto que el efecto sobre la cuenta corriente de menores costes de financiación puede ser ambiguo *a priori*, debido a su efecto expansivo sobre la demanda final, de acuerdo con los resultados obtenidos, dicho descenso ha contribuido al ajuste de la cuenta corriente en la medida en que el efecto de las mejoras de competitividad de las empresas españolas en los mercados internacionales ha dominado a su efecto expansivo sobre la economía.

El envejecimiento de la población y las menores expectativas de crecimiento futuro también han facilitado la corrección del déficit exterior. La teoría económica predice que tanto el proceso de envejecimiento de la población como las menores expectativas de crecimiento futuro redundan en menores niveles de inversión y consumo, que, a su vez, se verían reflejados en un menor dinamismo de la demanda interna. La tasa de dependencia, medida como la ratio de población mayor de 65 años entre la población de entre 16 y 65 años, ha aumentado en España en 4,2 pp desde 2008, y se espera que se incremente

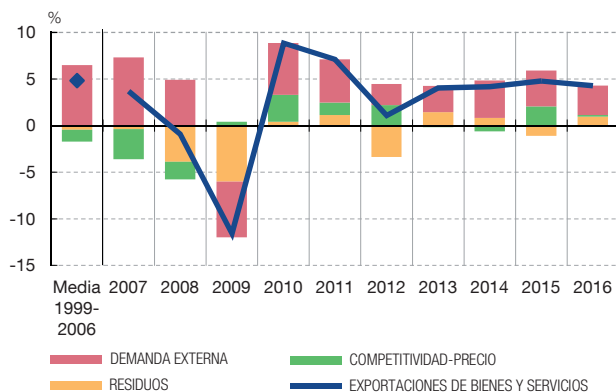
1 RATIO EXPORTACIONES E IMPORTACIONES SOBRE PIB (en términos reales)



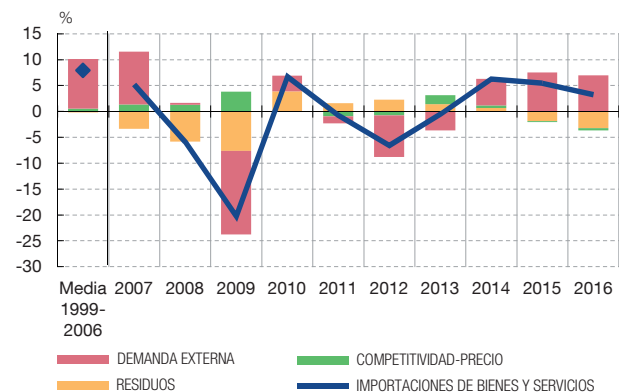
2 CRECIMIENTO ESTRUCTURAL DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS COMO PORCENTAJE DEL PIB (a)



3 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS REALES Y SUS PRINCIPALES DETERMINANTES (b)



4 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS REALES Y SUS PRINCIPALES DETERMINANTES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las tasas de crecimiento estructural se obtienen a partir de la estimación de un modelo de componentes no observables en el que al crecimiento observado se le resta un componente cíclico que depende de los precios de exportación y de la demanda mundial en el caso de las exportaciones y en el de las importaciones depende de los precios de importación y de la demanda interna.
- b Para más detalles sobre la estimación de estas contribuciones véase, E. Prades y C. García (2015), «Actualización de la función de las exportaciones españolas de bienes», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

en 19,6 pp en los próximos 20 años, de acuerdo con las proyecciones del INE. Además, como se describe en el capítulo 1 de este Informe, el crecimiento potencial de la economía española se habría revisado a la baja, hasta situarse en torno al 1,5 %, desde tasas superiores al 3 % antes de la crisis. Estos dos factores explican un porcentaje no despreciable del proceso de corrección del saldo por cuenta corriente. En concreto, de acuerdo con los resultados del análisis (véase el panel 4 del gráfico 3.4), la evolución de ambos factores explicaría alrededor del 7 % y del 5 % del ajuste entre 2008 y 2015, respectivamente.

4 Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios

La evidencia agregada apunta a un mejor comportamiento de las exportaciones respecto al período previo a la crisis, que, de momento, no se ve acompañado por un cambio de proporciones similares en la dinámica de las importaciones. La evolución de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios como porcentaje del PIB muestra un comportamiento diferenciado en los últimos años en comparación con el período anterior a la crisis. Mientras que las exportaciones se han situado claramente por encima de sus niveles precrisis, las importaciones han alcanzado unos niveles ligeramente inferiores (véase el panel 1 del gráfico 3.5). Una vez que se descuenta el componente

cíclico de las transacciones comerciales con el exterior, los resultados sugieren la presencia de un aumento en la tasa de crecimiento estructural de las exportaciones después de la fuerte contracción del comercio mundial en 2009¹⁰. Por su parte, si bien el cambio en el componente estructural de las importaciones es de menor magnitud, sus tasas de crecimiento se sitúan ligeramente por debajo de los niveles previos a 2009, una vez se descuenta el efecto de la demanda interna y los precios de importación (véase el panel 2 del gráfico 3.5). En las siguientes subsecciones se exploran con más detalle cada uno de estos dos componentes de la demanda agregada para identificar los determinantes de su evolución.

La demanda procedente de los mercados exteriores es el principal determinante de las exportaciones españolas, en un contexto en el que estas han aumentado considerablemente su diversificación geográfica. Tras la fuerte contracción del comercio mundial en 2009, la recuperación de la demanda externa se ha traducido en contribuciones positivas al crecimiento de las exportaciones españolas, que son, no obstante, inferiores a las observadas durante el período previo a la crisis, dado el contexto de debilidad del comercio a escala mundial (véase el panel 3 del gráfico 3.5)¹¹. Esta evolución positiva de las exportaciones se debe a una reorientación hacia los mercados extracomunitarios y, de manera singular, hacia las economías emergentes, cuya demanda mostró, en general, una mayor pujanza durante la última fase recesiva (véase el panel 1 del gráfico 3.6).

La mejora de la competitividad de la economía española ha favorecido también el buen comportamiento de las exportaciones, contribuyendo así a las ganancias de cuota observadas en los últimos años. Frente a las contribuciones negativas de los precios de exportación en los años previos a la crisis, las recientes ganancias de competitividad de la economía española han contribuido a un crecimiento de las exportaciones españolas superior al crecimiento de las importaciones mundiales, lo que ha favorecido tanto ganancias generalizadas de cuota en los mercados internacionales como una mayor diversificación geográfica hacia mercados con mayor potencial de crecimiento (véase el panel 2 del gráfico 3.6).

La debilidad de la demanda interna parece haber incentivado una mayor orientación exportadora de las empresas españolas. La demanda interna pasó de representar el 76 % del PIB en 2009 al 67 % en 2015 (véase el panel 3 del gráfico 3.6). Esta reducción coincide con una fase de fuerte crecimiento de las exportaciones de bienes, que pasaron de representar un 15 % del PIB en términos reales en 2009 a aproximadamente un 22 % en 2015. La evidencia empírica apunta que, en un contexto de debilidad persistente de la demanda interna, las empresas españolas habrían buscado nuevos mercados fuera de España¹². De hecho, de acuerdo con la información disponible a escala de empresa del sistema de declaración de transacciones internacionales vigente hasta finales de 2013¹³ y de la Central de Balances del Banco de España, se observa que aquellas empresas que sufrieron mayores

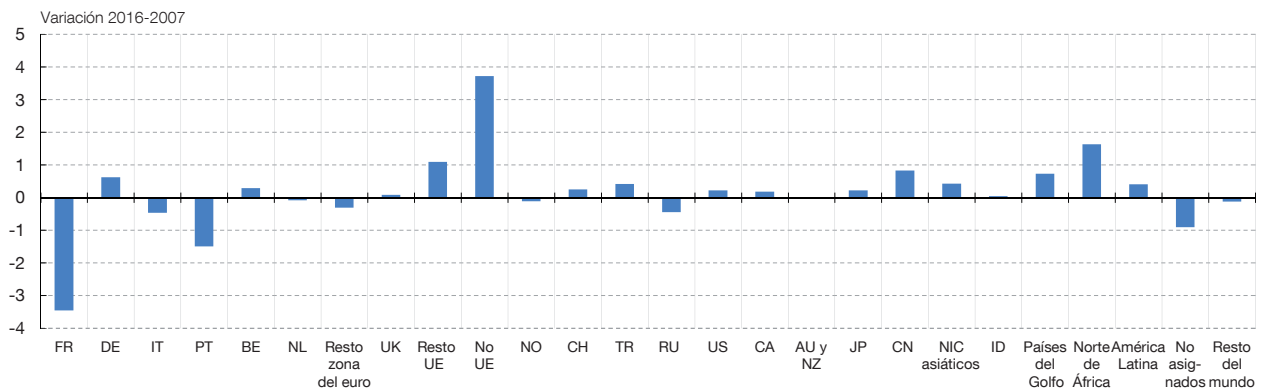
10 Este crecimiento estructural se obtiene a partir de la estimación de un modelo de componentes no observables en el que el componente cíclico de las exportaciones depende de los precios de exportación y de la demanda mundial, mientras que el de las importaciones depende de los precios de importación y de la demanda interna. Véase, por ejemplo, R. Gordon (1997), «The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy», *Journal of Economic Perspectives*, 11, pp. 11-32.

11 Para más detalles sobre la estimación de estas contribuciones, véase E. Prades y C. García (2015), «Actualización de la función de las exportaciones de bienes», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

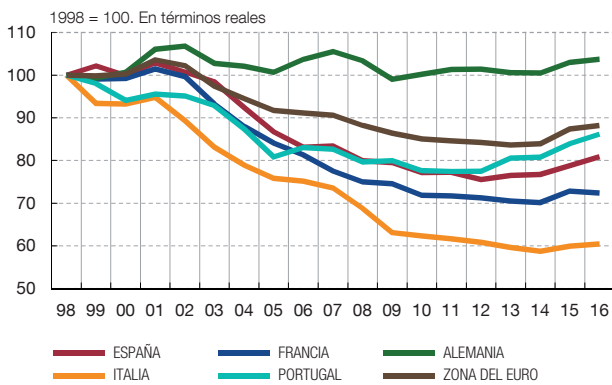
12 Véase, por ejemplo, P. Soares y E. Prades (2016), *On domestic demand and export performance in the euro area countries: does export concentration matter?*, ECB Working Paper n.º 1909.

13 Para una descripción de esta fuente, véase el epígrafe 2.4.1 de la publicación *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2013*, del Banco de España.

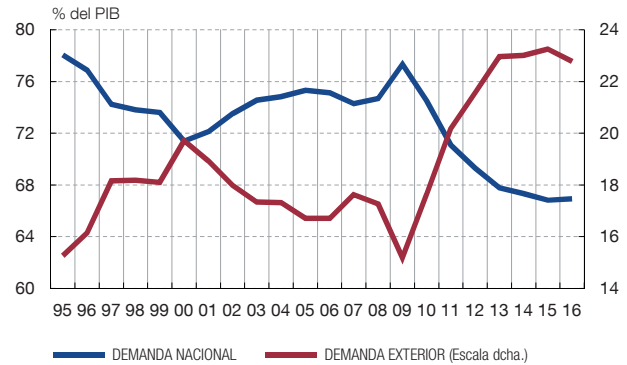
1 CAMBIO EN LA DISTRIBUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES, POR PAÍS



2 CUOTAS DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



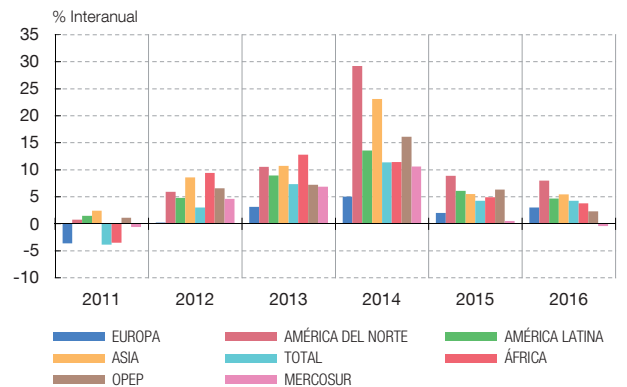
3 DEMANDA NACIONAL FRENTE A DEMANDA EXTERNA (a)



4 PORCENTAJE DE EMPRESAS EXPORTADORAS



5 CRECIMIENTO DEL NÚMERO DE EMPRESAS EXPORTADORAS REGULARES, POR DESTINO (b)



FUENTES: Banco de España, Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, ICEX e Instituto Nacional de Estadística.

- a La demanda externa se refiere a exportaciones de bienes.
- b Se considera empresa exportadora regular aquella que exporta ininterrumpidamente durante cuatro años seguidos.

Período 2004-2013	-0,025*** (0,001)
Período 2004-2007	-0,028*** (0,001)
Período 2009-2013	-0,037*** (0,002)

FUENTE: Banco de España.

a El cuadro recoge los coeficientes de las estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios de una regresión de la tasa de crecimiento anual de las exportaciones a escala de empresa sobre el crecimiento de sus ventas internas. Se incluyen además en la regresión efectos fijos de empresa y efectos fijos sector-año, así como las siguientes variables de control: tamaño de la empresa, crecimiento de las importaciones, consumos intermedios, productividad y ratio de endeudamiento. Se analizan 1.077.862 empresas. Error estándar, entre paréntesis con *cluster* a escala de empresa.
*, **, *** implican significatividad estadística al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

caídas en sus ventas nacionales son las que experimentaron un mayor crecimiento relativo en sus exportaciones de bienes y servicios. Esta asociación se observa incluso cuando se comparan empresas que pertenecen a un mismo sector —expuestas, por tanto, a las mismas perturbaciones sectoriales—, y que tienen el mismo tamaño, productividad, endeudamiento y dependencia importadora (véase cuadro 3.1).

Como resultado de los factores anteriores, se han producido incrementos significativos y permanentes en la base exportadora de la economía española. El porcentaje total de empresas exportadoras creció intensamente a partir de 2009 (véase el panel 4 del gráfico 3.6), siendo las empresas pequeñas (con menos de 50 empleados) las que más intensificaron su entrada en los mercados exteriores¹⁴, aunque su contribución a las exportaciones totales sigue siendo reducida¹⁵. Al mismo tiempo, el número de empresas exportadoras regulares se ha incrementado en los últimos cuatro años en un 31 %, destacando especialmente el aumento en destinos con elevado potencial de crecimiento, como Asia y América del Norte (véase el panel 5 del gráfico 3.6). Los costes fijos asociados a la decisión de exportar apuntarían a que una parte de la ampliación de la base de empresas exportadoras sea de naturaleza estructural, y, por tanto, dicho desarrollo debería prevalecer incluso en un escenario de recuperación persistente de la demanda interna¹⁶.

4.2 LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS

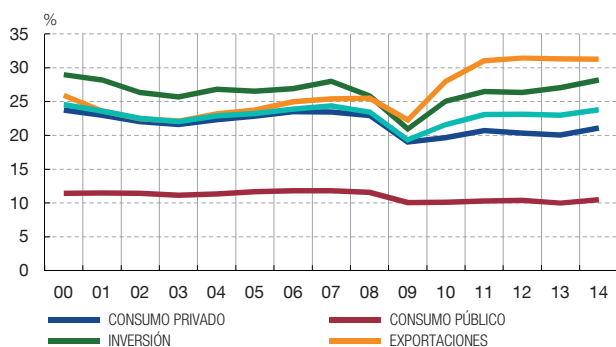
La demanda nacional ha sido el principal condicionante de la evolución de las importaciones en España, mientras que la contribución de los precios de importación ha sido limitada. La caída en la demanda interna propició la fuerte contracción de las importaciones en la primera etapa de la crisis, mientras que, en la recuperación reciente, su repunte sigue sin ser suficiente para recuperar las tasas de crecimiento previas al año 2007 (véase el panel 4 del gráfico 3.5). Esta reducción en la contribución de la demanda interna al crecimiento de las importaciones puede reflejar, al menos en parte, el comportamiento de ciertos factores que, si bien lastran el dinamismo de la demanda interna, contribuyen a la corrección del saldo exterior (ajuste fiscal, envejecimiento poblacional y menores expectativas de crecimiento, entre otros). Dada la tradicional reducida elasticidad de las importaciones respecto a los precios, el proceso de devaluación interna ha desempeñado

14 Según la información de Balanza de Pagos, el porcentaje de empresas exportadoras con menos de 50 empleados pasó del 2,4 % en 2009 al 3,4 % en 2013.

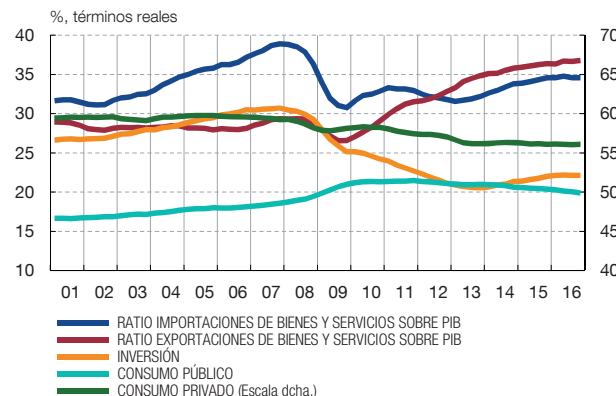
15 Véase M. J. González y C. Martín (2015), «La internacionalización de las pymes españolas: principales desarrollos recientes y sus determinantes», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

16 Véase, por ejemplo, R. Baldwin y P. Krugman (1989), «Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks», *Quarterly Journal of Economics*, 104, pp. 635-654.

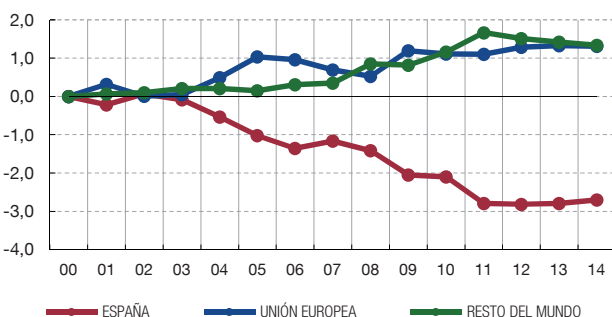
1 CONTENIDO IMPORTADOR DE LOS COMPONENTES DEL PIB (a)



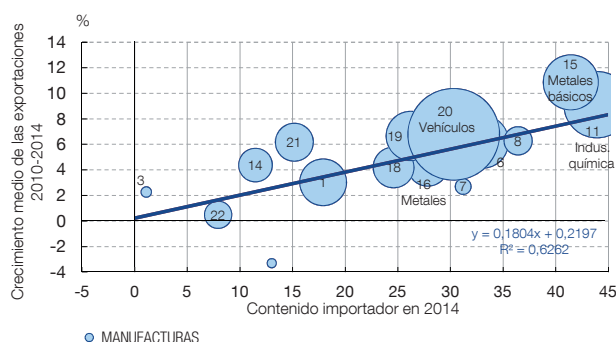
2 RATIO COMPONENTES DE DEMANDA SOBRE PIB



3 DISTRIBUCIÓN DE LOS CONSUMOS INTERMEDIOS UTILIZADOS POR LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS, SEGÚN ORIGEN GEOGRÁFICO (b)



4 CONTENIDO IMPORTADOR Y EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES, POR RAMAS (c)



FUENTES: CNTR Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria y WIOD 2016.

- a El contenido importador está calculado de acuerdo con Bussière et al. (2013), *Estimating trade elasticities: Demand composition and the trade collapse of 2008-2009*, con los datos WIOD. El contenido importador se define como el tanto por ciento de contenido importado, tanto directo como indirecto, de cada componente de demanda del PIB.
- b Evolución del diferencial del peso de los insumos según origen sobre el total de insumos respecto al registrado en el año 2000. La muestra utilizada es un panel de empresas que están activas durante todos los años del período 2000-2014.
- c El contenido importador por rama se calcula desde la óptica de la oferta del PIB. El tamaño de la burbuja representa el peso de la rama sobre el total de las exportaciones.

Descargar

un papel más limitado en la evolución a escala agregada de las importaciones de bienes y servicios a lo largo de los últimos años.

El buen comportamiento de las exportaciones ha provocado también un incremento de las importaciones, en la medida en que aquellas requieren generalmente el uso de productos importados. Esta circunstancia se hace especialmente patente en un contexto de fragmentación geográfica de la producción a través de las cadenas globales de valor, que elevan las transacciones comerciales internacionales por unidad de producto. La información proporcionada por las tablas *input-output* globales —WIOD, por sus siglas en inglés— permite cuantificar el elevado y creciente contenido importador de las exportaciones españolas, que pasó de un 25 % en 2008 a un 31 % en 2014 (véase el panel 1 del gráfico 3.7)¹⁷.

17 Para una descripción de cómo calcular el contenido importador de los componentes del PIB a partir de las tablas *input-output*, véase M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri y N. Yamano (2013), *Estimating trade elasticities: Demand composition and the trade collapse of 2008-2009*, 5, pp. 118-151.

El mayor crecimiento de las exportaciones en aquellos sectores con mayor dependencia importadora estaría detrás del aumento generalizado del contenido importador de las exportaciones en los últimos años. Según la información de las tablas *input-output* globales, la reciente ganancia de peso del contenido importador de las ventas al exterior está relacionada con el incremento de las exportaciones en aquellos sectores que se caracterizan por tener un mayor contenido importador y no tanto por un aumento en la utilización de productos importados dentro de cada sector (véase el panel 4 del gráfico 3.7). Por ejemplo, sectores como el de la automoción o la industria química presentan una dependencia importadora elevada y, a su vez, han experimentado un mayor incremento en sus exportaciones.

El contenido importador de otros componentes del PIB que han perdido peso durante la crisis se ha reducido. Desde 2009 se ha producido una caída de la intensidad importadora del consumo, tanto privado como público, que podría venir explicada por la reducción de la renta de los hogares y por el proceso de consolidación fiscal de las cuentas públicas (véase el panel 1 del gráfico 3.7). Concretamente, la disminución de la renta disponible ha podido inducir a los hogares a sustituir el consumo de productos y servicios importados, generalmente con precios más elevados, por un mayor consumo de bienes y servicios nacionales¹⁸. Este fenómeno de sustitución puede haber contribuido también a la reducción de la intensidad importadora del consumo público. Por su parte, se aprecia una recuperación del peso de las importaciones en la inversión a niveles precrisis tras la caída observada durante los años 2008-2010. Con todo, la información de las WIOD hasta el año 2014 muestra que la recuperación de los niveles precrisis de las importaciones españolas a escala agregada esconde una evolución muy diferenciada por componentes del PIB.

La evolución de las compras en el exterior de las empresas españolas sugiere la presencia de una cierta sustitución de importaciones por producción nacional en el período más reciente. La información a escala de empresa de la Central de Balances del Banco de España permite analizar el proceso de sustitución de importaciones hacia bienes nacionales de las empresas españolas. Concretamente, tras una continuada disminución del peso de los insumos nacionales, a partir de 2012 se aprecia un cambio de tendencia (véase el panel 3 del gráfico 3.7). Una vez que se elimina el efecto de los precios relativos, se aprecia una caída de los *inputs* provenientes de la UE¹⁹. Asimismo, se encuentra que, ante una inyección inesperada de liquidez en una empresa, el incremento de los insumos importados era superior al de los nacionales en los años previos a la crisis, mientras que esta respuesta revierte su signo en los años posteriores a la crisis, cuando el aumento de los factores importados es menor que el de los nacionales²⁰ (véase cuadro 3.3).

Sin embargo, el proceso de reasignación de recursos hacia empresas más grandes y productivas ha hecho que empresas con un mayor contenido importador ganaran cuota de mercado, enmascarando así el proceso de sustitución de importaciones en términos agregados. Los resultados anteriores sugieren que las empresas españolas estarían ajustando la composición de sus insumos a favor de bienes nacionales. No obstante,

18 Véase R. Bems y J. di Giovanni (2016), «Income-induced expenditure switching», *American Economic Review*, 106, pp. 3898-3931.

19 El número de empresas en la muestra que cumplen el requisito de permanencia es muy pequeño, por lo que las conclusiones se deben tomar con la debida cautela. E. Prades y C. Villegas-Sánchez (2017), *Input trade and importers in Spain*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

20 La inyección de liquidez considerada se identifica a partir de la información de la Central de Información de Riesgos del Banco de España sobre las entidades bancarias que prestan dinero a las empresas de la muestra [L. Alfaro, M. García-Santana y E. Moral-Benito (2017), *Credit supply shocks, network effects, and the real economy*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación].

CONTENIDO IMPORTADOR DE LOS CONSUMOS INTERMEDIOS UTILIZADOS POR LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (a)

CUADRO 3.2

	Contenido Importador	Media	Covarianza
2003	0,11	0,03	0,08
2004	0,11	0,02	0,09
2005	0,03	0,03	0,00
2006	0,12	0,03	0,09
2007	0,09	0,04	0,04
2008	0,05	0,02	0,04
2009	0,00	0,01	-0,01
2010	0,11	0,02	0,10
2011	0,13	0,02	0,11
2012	0,14	0,02	0,12
2013	0,15	0,03	0,12
2003-2007	100,0	100,0	100,0
2008-2013	107,4	61,4	130,4

FUENTE: Banco de España (Central de Balances y Balanza de Pagos).

- a Se define el contenido importador como la ratio entre las importaciones totales para cada año y el total de consumos intermedios utilizados por las empresas. Este contenido importador agregado se puede expresar como la suma de dos términos: por un lado, la media simple del contenido importador de todas las empresas (media); por otro, un término de covarianza que aumenta cuando empresas con mayor contenido importador incrementan su tamaño (covarianza). Para más detalles, véase G. S. Olley y A. Pakes (1996), «The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry», *Econometrica*, vol. 64, n.º 646, pp. 1263-1298.

EFFECTO DE UN AUMENTO DE LOS RECURSOS DISPONIBLES DE LAS EMPRESAS SOBRE LAS IMPORTACIONES (a)

CUADRO 3.3

Variable dependiente	Crecimiento del contenido importador (UE)	Crecimiento de las importaciones (UE)
Período 2004-2007	0,33*** (0,03)	0,09*** (0,01)
Período 2008-2013	-0,50*** (0,03)	0,04*** (0,01)

FUENTE: Banco de España.

- a El cuadro recoge los coeficientes de las estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios de una regresión del crecimiento del contenido importador sobre un aumento de liquidez exógeno a la empresa [para más detalles, véase L. Alfaro, M. García-Santana y E. Moral-Benito (2017), *Credit supply shocks, network effects, and the real economy*]. Se incluyen en la regresión las siguientes variables de control: tamaño, crecimiento de exportaciones, ventas, productividad, endeudamiento y variables ficticias de sector-año. Se analizan 1.078.193 empresas. Error estándar, entre paréntesis con *cluster* a escala de empresa. *, **, *** implican significatividad estadística al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

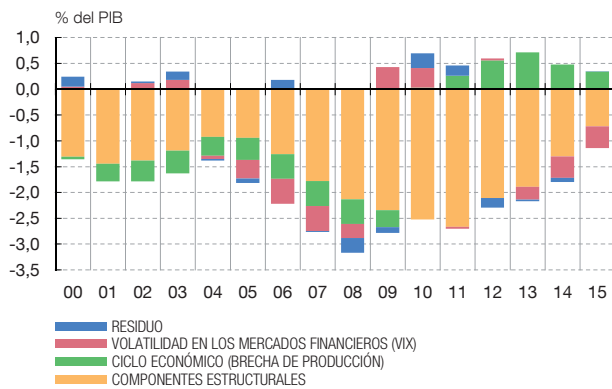
este proceso de sustitución no se refleja en las magnitudes agregadas, debido a que han ganado cuota de mercado las empresas con una mayor dependencia importadora (véase cuadro 3.2)²¹. Estas empresas tienden a ser de mayor tamaño, más productivas y, sobre todo, con una mayor orientación exportadora que el resto, lo que confirma el papel determinante de las exportaciones como generadoras de importaciones (el recuadro 3.2 ofrece una caracterización más detallada de las empresas importadoras españolas).

5 Las rentas de inversión y sus determinantes

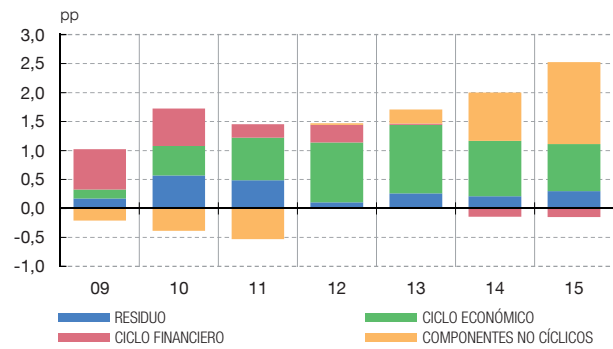
La evolución de las rentas de inversión de la economía española ha desempeñado un papel destacado en el ajuste observado en la cuenta corriente. Frente a la balanza comercial analizada en la sección previa, las rentas de inversión de la economía española representan habitualmente un porcentaje más reducido de la cuenta corriente. Sin embargo,

21 Nótese que este fenómeno se documenta solo hasta el año 2013, porque no se dispone de información posterior a escala de empresa sobre exportaciones e importaciones.

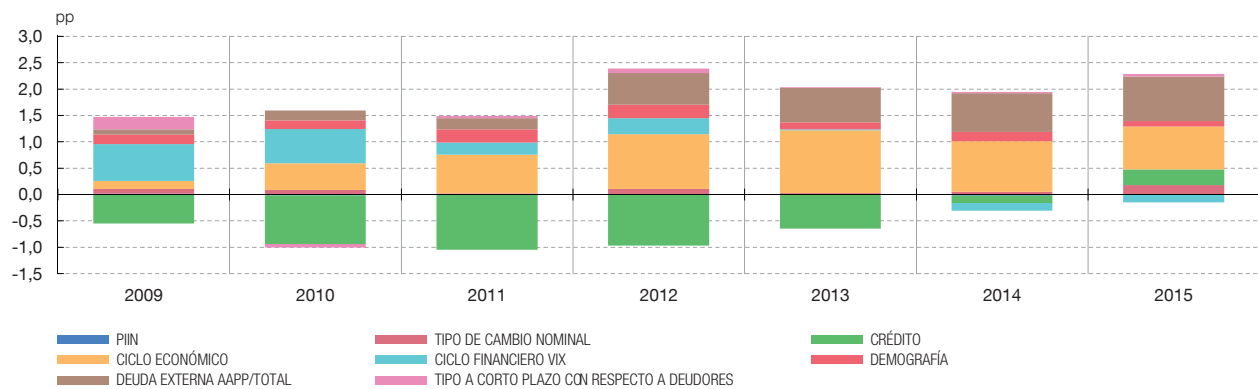
1 DESCOMPOSICIÓN DE LA BALANZA DE RENTAS DE INVERSIÓN (a)



2 EL AJUSTE ACUMULADO DE LA BALANZA DE RENTAS DE INVERSIÓN (b)



3 DESCOMPOSICIÓN DEL AJUSTE DE LA BALANZA DE RENTAS DE INVERSIÓN 2009-2015 (b)



FUENTE: E. Moral-Benito y F. Viani (2017), *An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

- a La descomposición se basa en una regresión de la balanza de rentas de inversión en una serie de factores cíclicos y no cíclicos. Concretamente, se incluyen como factores cíclicos la brecha de producción (ciclo económico) y la volatilidad en los mercados financieros aproximada por el índice VIX (ciclo financiero VIX). Como factores no cíclicos se incluyen la posición de inversión internacional neta (PIIN), el tipo de cambio nominal, el crecimiento del crédito privado (crédito), el envejecimiento de la población (demografía), el porcentaje de deuda externa pública sobre el total de deuda externa (deuda externa AAPP/total) y el tipo de interés a corto plazo con respecto a deudores.
- b Se utiliza la misma regresión que en el panel 1, pero considerando los cambios acumulados de cada factor en lugar de sus niveles.

este componente ha ejercido un papel destacado en el ajuste observado en los últimos años, pasando de un déficit del 3,2 % del PIB en 2008 a tan solo el 0,5 % del PIB en 2015, en un contexto de fuerte reducción de los tipos de interés (véase la sección 2 para más detalles).

Tanto el ciclo económico como la normalización de las condiciones financieras a lo largo del período de crisis han contribuido de forma significativa al ajuste de las rentas de inversión durante los últimos años²². En términos generales, la balanza de rentas tiende a mejorar en los períodos de recesión de la economía española (véase el panel 1 del gráfico 3.8). De este modo, durante los años previos a la crisis, la brecha de producción positiva y la abundancia de financiación accesible bajo condiciones muy favorables en los mercados financieros

22 El análisis de esta sección se basa en la misma metodología que la empleada en la sección 3 de este capítulo, que consiste en regresiones de las rentas de inversión de España (en porcentaje del PIB) sobre sus determinantes fundamentales, que incluyen tanto factores tradicionalmente usados en la literatura como variables particularmente relevantes para el caso español. E. Moral-Benito y F. Viani (2017), *An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

internacionales contribuyeron al deterioro de la balanza de rentas. Estos mismos determinantes explican una parte significativa de la corrección acumulada desde el inicio de la crisis.

Sin embargo, una parte significativa de la corrección acumulada de la balanza de rentas se debe a otros factores de naturaleza potencialmente más estructural, entre los que destaca el incremento del peso de las tenencias de deuda pública, en detrimento de pasivos emitidos por el sector privado en manos de no residentes. A partir de 2014 han cobrado mayor peso otros factores, que acaban explicando una parte considerable —casi el 60%— de la corrección total acumulada hasta 2015 (véase el panel 2 del gráfico 3.8). Entre estos factores, destaca, en primer lugar, el incremento de la proporción de deuda externa de las AAPP, que tiende a reducir la rentabilidad implícita de los pasivos exteriores de renta fija (véase el panel 3 del gráfico 3.8). En segundo lugar, la gradual contracción del crédito privado ha condicionado de forma decisiva la reducción del *stock* de deuda externa de España, lo que, a su vez, revierte en una mejora sustancial del saldo de la balanza de rentas. Finalmente, otros factores con un impacto más limitado fueron la depreciación del euro frente al dólar, que aumentó los ingresos por los activos de España denominados en moneda extranjera, y la disminución del tipo de interés a corto plazo, que redujo los pagos por la deuda de renta fija.

6 La evolución de la posición de inversión internacional

Pese a la corrección del desequilibrio exterior de los últimos años, la posición de inversión internacional (PII) deudora neta es todavía muy elevada. Aunque desde 2012 se han acumulado superávits por cuenta corriente que han generado una capacidad de financiación equivalente al 8% del PIB, la corrección del elevado endeudamiento exterior acumulado durante la anterior fase expansiva²³ ha sido algo más modesta, de manera que, a finales de 2016, la posición de inversión internacional deudora neta todavía ascendía al 85,7% del PIB, en torno a 4,6 pp menos que en 2012.

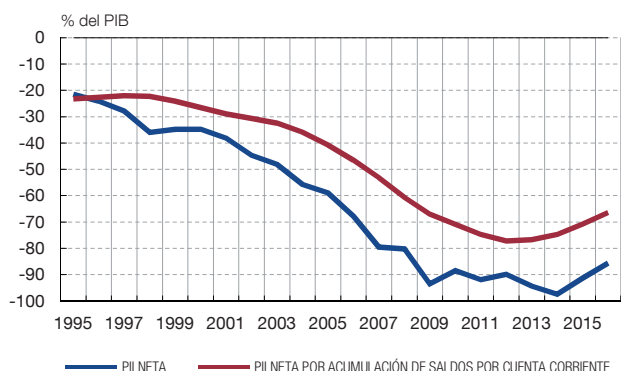
El grado de vulnerabilidad que representa un determinado nivel de PII deudora neta depende de un conjunto de factores. Las implicaciones de un determinado nivel de pasivos exteriores están condicionadas por su composición por instrumentos, sectores, plazos y monedas. Así, dado un determinado nivel de pasivos exteriores, los riesgos de refinanciación serían más pronunciados en la medida en que sea más elevada la proporción de instrumentos exigibles, que, como la renta fija, implican la realización futura de pagos por amortización, por intereses o por ambos. Además, hay que tener en cuenta que no se puede extrapolar mecánicamente todo incremento del saldo deudor frente al exterior como un aumento de la vulnerabilidad, ya que su evolución a lo largo del tiempo no solo depende del comportamiento de la cuenta corriente, sino también de los denominados «efectos de valoración», según se detalla a continuación²⁴. Finalmente, el grado de vulnerabilidad puede también depender de si los pasivos exteriores son elevados en términos netos o brutos²⁵.

23 La ampliación de la PII deudora neta durante dicho período reflejó, principalmente, el deterioro de los saldos materializados en forma de inversión de cartera, principalmente en renta fija del sector privado, seguida por la otra inversión. Por su parte, la contribución de los pasivos netos de inversión directa fue reducida.

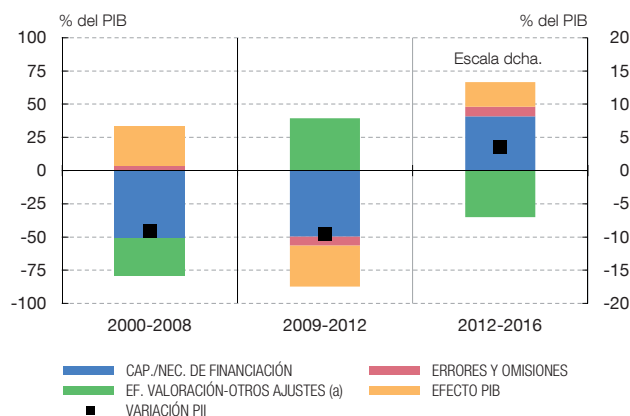
24 La variación de la PII entre dos momentos del tiempo viene determinada no solo por la necesidad o capacidad de financiación de la nación, sino también por los efectos de valoración, que reflejan los cambios de valor que experimentan los instrumentos financieros que componen el *stock* de activos financieros y pasivos, resultantes de la evolución de sus precios de los tipos de cambio en los que están denominados. Sin considerar posibles efectos de valoración, la evolución de la PII en porcentaje del PIB se puede aproximar por la siguiente expresión: $pii_t - pii_{t-1} \approx pii_{t-1} (i_t - g_t) + cc_t$, donde i es el tipo de interés nominal, g es la tasa de crecimiento del PIB nominal y cc es el saldo por cuenta corriente en términos del PIB.

25 Algunos autores arguyen que el indicador relevante son los pasivos exteriores brutos [Shin (2012)], pues es un mejor indicador del grado de integración financiera con el exterior y de ellos se derivan las necesidades de refinanciación. No obstante, en L. A. V. Catão y G. M. Milesi-Ferretti (2014), «External liabilities and crises», *Journal of International Economics*, 94, pp. 18-32, se estima que los pasivos exteriores netos también son un predictor robusto de tensiones exteriores.

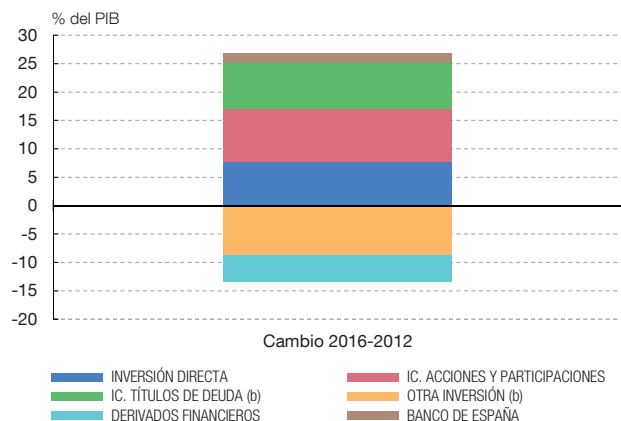
1 EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA Y DE LOS EFECTOS DE VALORACIÓN



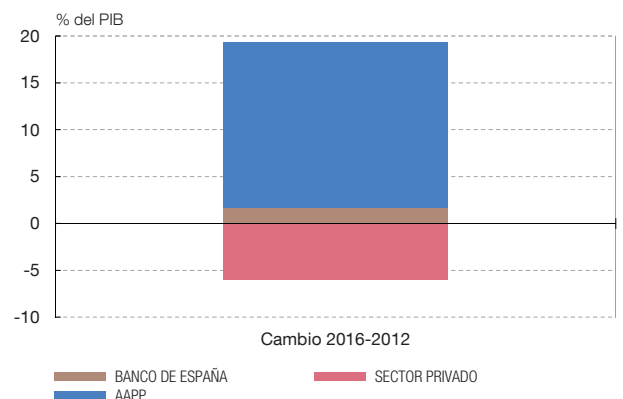
2 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA



3 EVOLUCIÓN DE LOS PASIVOS EXTERIORES POR CATEGORÍA FUNCIONAL



4 EVOLUCIÓN DE LOS PASIVOS EXTERIORES, POR SECTORES



FUENTE: Banco de España.

- a Los efectos de valoración son las revalorizaciones por tipo de cambio y/o por precio de los instrumentos financieros, mientras que los otros ajustes son otros cambios de volumen, entre los que destacan cancelaciones contables por reconocimiento de la imposibilidad de recuperación de fondos, reclasificaciones de activos y/o pasivos y cambios de residencia de tenedores o emisores de activos financieros y pasivos.
- b Excluido el Banco de España.

[Descargar](#)

Los efectos de valoración negativos, derivados de la normalización de las condiciones financieras de la UEM y la mejoría de las perspectivas de la economía española, han impedido una mejora más acusada de la PII neta. Los efectos de valoración negativos contribuyeron significativamente a la ampliación de la PII en el pasado (alrededor del 36% del total entre 1999 y 2009) y también han contrarrestado la mejora derivada de los superávits por cuenta corriente registrados desde 2012 y la aportación positiva del crecimiento del PIB durante la recuperación actual (véase el panel 2 del gráfico 3.9). Estos efectos de valoración negativos, cifrados en 10 pp de PIB a lo largo de este último período, no implican, sin embargo, un deterioro de la vulnerabilidad exterior, ya que son el resultado, en buena medida, de la normalización en las condiciones financieras de la UEM y la mejoría de las perspectivas de la economía española, que se han reflejado en una revalorización de los instrumentos financieros emitidos por residentes en España más pronunciada que la experimentada por los extranjeros²⁶.

26 Así, por ejemplo, una vez superadas las tensiones en los mercados soberanos de la UEM a mediados de 2012, la reducción de las primas de riesgo frente al núcleo de la UEM se reflejó en un aumento de los precios de las tenencias de renta fija española en manos de no residentes más acusado que la revalorización experimentada

La composición de los pasivos exteriores puede actuar también como atenuante de la vulnerabilidad exterior de la economía española. Para el caso español, la composición por instrumentos, sectores, plazos y monedas de los pasivos exteriores puede mitigar en cierta medida la vulnerabilidad exterior que resultaría de un nivel tan elevado de endeudamiento exterior. En primer lugar, hay que tener en cuenta que el Banco de España mantiene pasivos exteriores netos cercanos al 15 % del PIB, que en términos brutos se elevan al 35 % del PIB, y que no están sujetos a riesgo de refinanciación. Excluidos estos, el incremento de los pasivos exteriores acumulado desde 2012 (12 pp de PIB, hasta el 210 % del PIB) se ha materializado, principalmente, en pasivos no exigibles²⁷. Por su parte, el incremento de los pasivos exteriores en renta fija corresponde a deuda pública, mientras que han disminuido los del sector privado, en consonancia con el proceso de desapalancamiento de los sectores residentes (véanse los paneles 3 y 4 del gráfico 3.9). El aumento de las tenencias de no residentes de deuda pública desde 2012 responde a la recuperación de la confianza de los inversores internacionales en nuestra economía. Adicionalmente, la estructura de los pasivos por plazo de emisión y moneda también contribuye a moderar los riesgos de refinanciación, ya que la mayor parte es a largo plazo y está denominada en euros (alrededor del 60 % y del 90 % del total, respectivamente)²⁸.

En cualquier caso, el nivel actual de endeudamiento exterior representa un riesgo que no debe subestimarse. Las estimaciones de un indicador de alerta temprana de tensiones exteriores para un amplio conjunto de países, incluida España, que se basa fundamentalmente en los niveles de pasivos frente al resto del mundo, corroborarían este elemento de vulnerabilidad, al igual que ocurre con otros países de la UEM (véase recuadro 3.3).

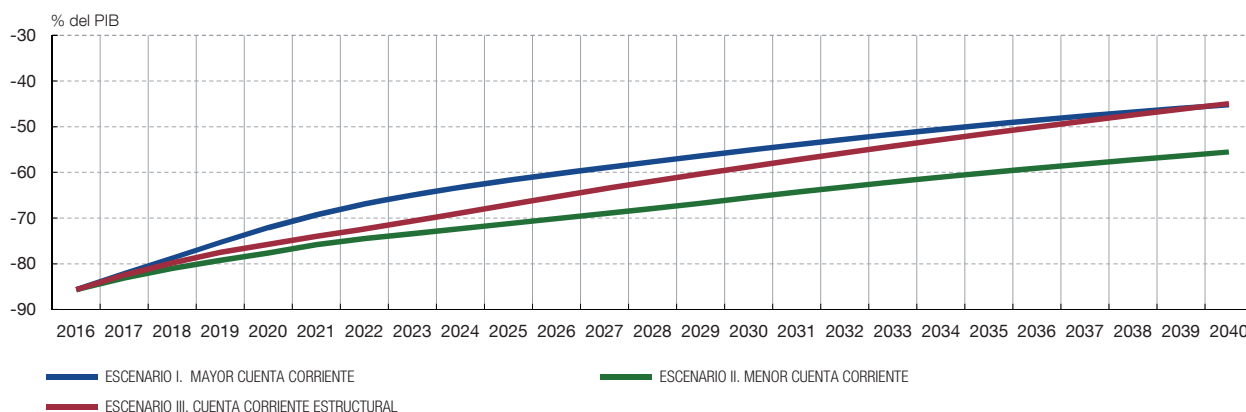
La reducción de la PII hacia niveles menos vulnerables requerirá el mantenimiento de superávits por cuenta corriente durante un período prolongado de tiempo. La evolución de la PII depende de la dinámica de la balanza por cuenta corriente y la cuenta de capital, así como del crecimiento del PIB nominal y de los tipos de interés. A efectos ilustrativos de la posible evolución futura de la PII española, se pueden construir unas sendas de esta variable a partir de supuestos sobre los factores anteriores²⁹. Los resultados de un ejercicio de estas características muestran que, suponiendo que el saldo por cuenta corriente converge gradualmente al nivel ajustado de ciclo estimado para 2015 (-0,2 % del PIB), la PII deudora neta se situaría en el 70 % alrededor del próximo lustro (véase gráfico 3.10), y alcanzaría el 60 % del PIB alrededor de 2030. Estas sendas son sensibles a un deterioro de las perspectivas macroeconómicas a largo plazo. Por ejemplo, si el crecimiento potencial del PIB real se reduce en 0,3 pp respecto al escenario central y los tipos de interés son 50 puntos básicos (pb) más elevados a lo largo de la senda, la convergencia a dichos niveles se retrasaría en cerca de un lustro adicional.

por la renta fija extranjera en manos de residentes. Dado que España mantiene una posición deudora neta en este tipo de instrumentos, este movimiento de precios contribuyó a una ampliación de dicho saldo deudor. En el caso de la posición neta en acciones y fondos de inversión, ocurrió un fenómeno similar.

27 Los pasivos no exigibles, que no acarrear necesariamente obligaciones de pago, están compuestos por las participaciones en el capital (ya sea en forma de inversión directa o de cartera) y los derivados financieros.

28 Los activos exteriores (159 % del PIB, y, si se excluye el Banco de España, 139 % del PIB) son otro canal que puede disminuir la vulnerabilidad exterior en situaciones adversas, ya que los residentes pueden obtener puntualmente recursos reduciendo el saldo de sus inversiones en el exterior.

29 En este ejercicio se suponen unas tasas de largo plazo para el crecimiento del PIB real y del deflactor del PIB del 1,3 % y del 1,8 %, respectivamente. El valor de largo plazo del tipo de interés nominal empleado en la simulación es del 3,1 %. Las variables convergen gradualmente desde sus niveles actuales hacia los de largo plazo.



FUENTE: Banco de España.

a Los escenarios del gráfico ilustran la sensibilidad de la evolución de la PII ante variaciones en el saldo por cuenta corriente de largo plazo. En los tres casos son los mismos supuestos de medio plazo de crecimiento real del PIB, del deflactor y de niveles de los tipos de interés nominales (1,3%, 1,8% y 3,1%, respectivamente), mientras que difieren en el saldo por cuenta corriente empleado en cada uno de ellos. En ningún escenario hay efectos de valoración. El Escenario I es compatible con una convergencia a una balanza por cuenta corriente del 0,7% del PIB desde sus niveles actuales. El Escenario II la balanza por cuenta corriente implícita en el largo plazo es del -0,4% del PIB. Finalmente, en el Escenario III se considera una balanza por cuenta corriente de largo plazo equivalente a la estimación del saldo estructural en 2015 (-0,2% del PIB).

A la consolidación de una senda sostenida de superávits exteriores deben contribuir el saneamiento de las cuentas públicas y el mantenimiento y profundización en las ganancias de competitividad de la economía. Reducir el grado de vulnerabilidad derivado del endeudamiento exterior en un plazo más corto de tiempo exigiría una mejora adicional de la balanza por cuenta corriente. A ello deberían contribuir tanto el saneamiento estructural de las cuentas públicas como las reformas de los mercados de factores y de productos que favorezcan el mantenimiento y la profundización de las ganancias de competitividad exterior observadas en los últimos años.

Desde el año 2012, el saldo comercial no energético ha contribuido positivamente a la mejora de la balanza comercial, si bien esta aportación no ha sido suficiente para contrarrestar el saldo energético negativo de España, con lo que la balanza comercial ha seguido presentando una posición deficitaria (véase gráfico 1). En todo caso, el saldo energético mejoró en este período en 2,5 puntos de PIB, hasta situarse en $-1,8\%$ en 2016. La factura energética es un reflejo de los precios en los mercados internacionales de este tipo de bienes y de la dependencia energética exterior del país. Este segundo factor está determinado tanto por la importancia relativa de las diferentes fuentes energéticas como por la capacidad de las empresas y hogares de incorporar mejoras tecnológicas que produzcan una mayor eficiencia en su uso de la energía. Este último condicionante tendrá, por tanto, un efecto tanto en la mejora del saldo estructural de la balanza comercial como en la resistencia de la economía ante movimientos de los precios energéticos.

Al no disponer de importantes fuentes de energía primaria no renovables, España presenta un alto grado de dependencia energética con respecto al exterior, por lo que la mayor parte de la energía primaria debe ser importada¹. Como se aprecia en el gráfico 2, en la actualidad en torno al 75 % de toda la energía primaria utilizada es importada, cifra muy parecida a la que se registraba en el año 2000. No obstante, se observa una elevada ciclicidad de esta variable como consecuencia de los cambios coyunturales del consumo y de la elevada rigidez de la oferta. Así, en la expansión económica previa a la última crisis, el grado de autoabastecimiento de energía primaria se fue reduciendo, de forma que la producción nacional llegó a cubrir en 2007 solo el 21 % de las necesidades de los agentes residentes. Posteriormente, el grado de cobertura de energía primaria mejoró durante la crisis, hasta alcanzar el 29 % en 2014, como consecuencia de la menor actividad económica registrada; de hecho, en 2015 volvió a reducirse con la recuperación de la actividad. Por tanto, la evolución del grado de cobertura de energía primaria refleja en buena medida el comportamiento observado en el consumo de energía (con un crecimiento del 23 % entre 2007 y 1999, del -19% entre 2014 y 2007 y del 4,6 % en 2015). No obstante, a la mejora del grado de dependencia energética del exterior ha contribuido también, aunque de forma limitada, la producción de energía primaria, con un aumento en torno al 8 % entre 1999 y 2015, gracias al incremento del parque de generadores de energía renovable.

Para tratar de separar el efecto del ciclo económico del efecto de las mejoras tecnológicas y de la ampliación de fuentes autóctonas de energía, a continuación se consideran dos medidas alternativas de dependencia energética tanto para España como para el área del euro. Por un lado, la intensidad energética definida como el consumo interior de energía por unidad de PIB y,

por otro, la ratio de importaciones energéticas neta por unidad de PIB (véase gráfico 3). En cuanto a la intensidad energética, no se aprecian diferencias significativas entre España y el área del euro. Sin embargo, España recurre más a las compras exteriores que la media de los países de la UE, debido a una menor dotación de fuentes primarias energéticas en nuestro país, aunque esta circunstancia se ha corregido parcialmente en los últimos años. Si el análisis se centra en España, se observa que, desde 2005, el grado de intensidad energética ha registrado una tendencia decreciente. Por sectores, esta mejora ha sido más acentuada en la industria, seguida del transporte. Una evolución similar ha mostrado también la ratio de importaciones energéticas por unidad de PIB, si bien la reducción ha sido en este caso más intensa, lo que implica que una parte de la energía consumida se ha dejado de importar y ha sido sustituida por energía autóctona. De este modo, como ya se apuntaba anteriormente, la caída en la dependencia energética de la economía española puede tener un cierto componente estructural.

Para entender qué factores pueden estar detrás de esta mejora, a continuación se analiza la composición de las fuentes energéticas. Como muestra el gráfico 4, el petróleo constituye la principal fuente de energía primaria consumida en España (el 42 % del total), seguido del gas natural (algo menos del 20 %) y de las energías renovables (14 %). Tanto el gas natural como las energías renovables tienen actualmente cuotas muy superiores a las de 1999 (11 % y 1,9 %, respectivamente), al haber ganado peso relativo a costa del resto de fuentes, con la excepción de la nuclear, que se ha mantenido en niveles similares (en torno al 12 %). El mayor retroceso lo ha registrado el petróleo, al pasar del 53 % en 1999 al 42 % en 2015. Esta menor dependencia del petróleo hace que la economía española sea menos sensible a las fluctuaciones de sus precios en los mercados internacionales² y, consecuentemente, la balanza comercial esté menos expuesta a la evolución de los precios del crudo. En ese mismo gráfico se puede apreciar cómo el resultado de todo ello ha sido una ganancia en el grado de diversificación de la energía primaria³ en todos estos años.

El principal demandante de los productos petrolíferos es el transporte, sector en el que, por el momento, la utilización de otras energías, aunque creciente, es muy reducida (véase gráfico 5). En el caso del gas, su utilización se incrementó en todos los sectores hasta antes de la crisis, pero la ralentización de la actividad lastró su uso, sobre todo en la industria. En la actualidad, el consumo de esta fuente energética supera al registrado en 1999 en todos los sectores, con la excepción de la industria y la agricultura y pesca, destacando su penetración en los sectores residencial y servicios. Por un lado, la expansión de la red gasística, que se ha

1 Energía primaria se refiere a aquellas fuentes energéticas en las que la energía se obtiene directamente del recurso natural (petróleo, gas, combustibles sólidos, nucleares y renovables).

2 Dado que nuestra producción de crudo es insignificante. Por ejemplo, en 2015 el grado de autoabastecimiento de petróleo fue del 0,42 %.

3 Medida como uno menos el índice de *Herfindahl*, que es un índice de concentración de la actividad empresarial que toma valores entre 0 y 1, siendo mayor la concentración cuanto mayor es el índice.

DEPENDENCIA ENERGÉTICA

Gráfico 1
SALDO COMERCIAL

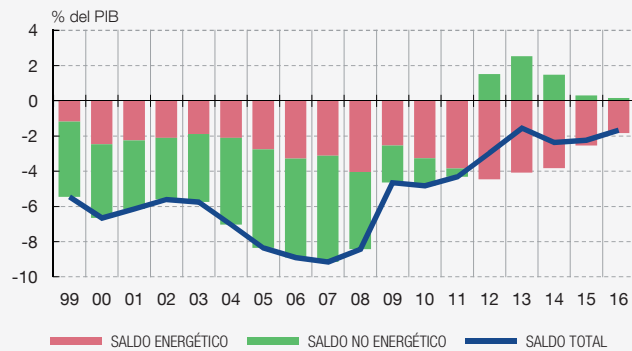


Gráfico 2
GRADO DE COBERTURA DE ENERGÍA PRIMARIA EN ESPAÑA

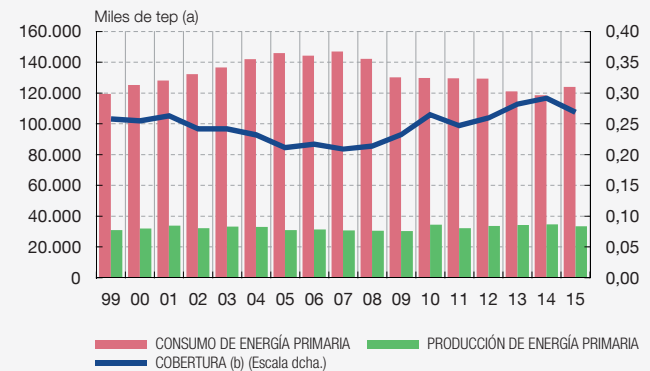


Gráfico 3
IMPORTACIONES NETAS ENERGÉTICAS POR UNIDAD DE PIB Y GRADO DE INTENSIDAD ENERGÉTICA

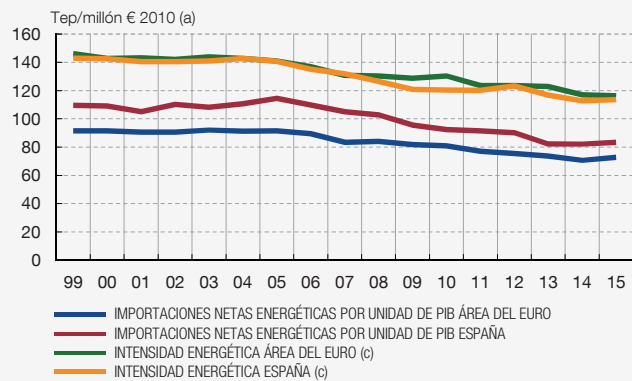


Gráfico 4
GRADO DE DIVERSIFICACIÓN DE LA ENERGÍA PRIMARIA EN ESPAÑA

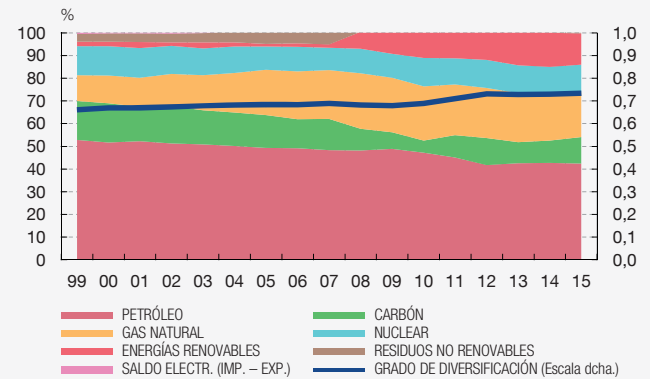


Gráfico 5
CONSUMO FINAL DE ENERGÍA

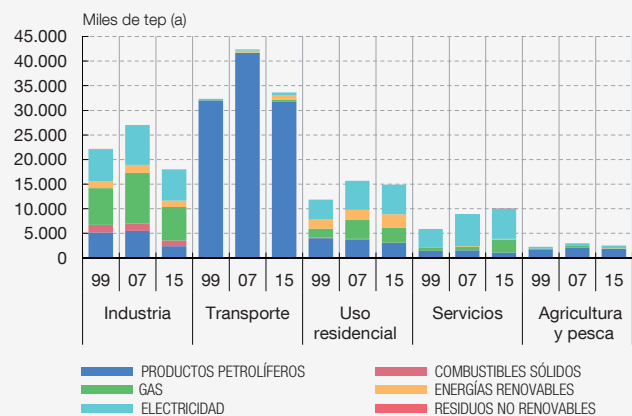
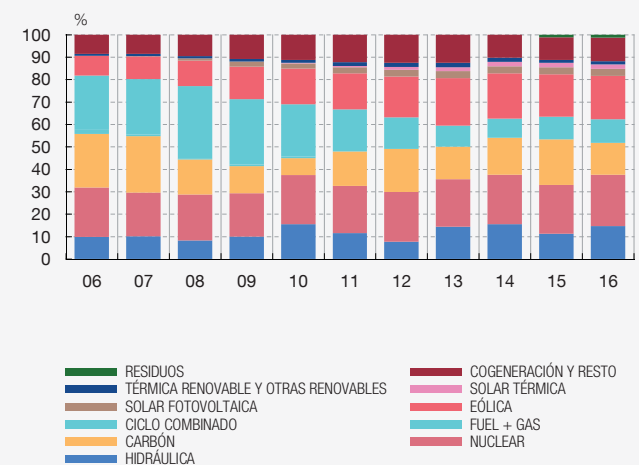


Gráfico 6
ESTRUCTURA DE LA GENERACIÓN ELÉCTRICA PENINSULAR



FUENTES: Aduanas, Dirección General de Política Energética y Minas, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Red Eléctrica Española.

- a Tep = Tonelada equivalente de petróleo.
- b Grado de cobertura de energía primaria = Producción de energía primaria / Consumo de energía primaria.
- c Grado de intensidad energética = Consumo interior de energía / PIB.



duplicado desde el año 2000, ha permitido que un número mayor de viviendas pueda acceder a esta fuente de energía, si bien tiene aún un amplio potencial de crecimiento⁴; por otro lado, las ventajas medioambientales del gas frente a otros combustibles han favorecido su incorporación en otras actividades, como es su uso para la climatización en el comercio. Respecto a las energías renovables, se ha seguido una política de subvenciones que ha favorecido su expansión, especialmente por lo que se refiere a la generación de

electricidad (véase gráfico 6). Aunque la electricidad no es una energía primaria, sí representa un porcentaje muy importante y creciente de la energía final consumida, por lo que resulta especialmente relevante comprobar qué fuentes de energías primarias utiliza como materia prima. Concretamente, en el sector eléctrico, las energías renovables (en especial, la eólica) han desplazado en los últimos años a los ciclos combinados, que utilizan el gas como energía primaria para producir electricidad⁵ y cuya materia prima es importada.

4 Como lo demuestra el hecho de que, aunque en 2015 el 79 % de la población vivía en municipios con suministro de gas natural, solo el 30 % de las viviendas contaba con suministro de gas (*Informe Anual, 2015*, de la Asociación Española del Gas).

5 En la actualidad, los ciclos combinados, junto con las centrales de carbón, son las centrales de respaldo, es decir, las que entran en funcionamiento cuando hay poca generación renovable por escasez de agua, de viento y de sol.

Con el objetivo de caracterizar el perfil de la empresa importadora española¹, en este recuadro se utiliza una base de datos que combina información a escala de empresa de distintas fuentes estadísticas y que cubre prácticamente la totalidad del volumen importado según la Contabilidad Nacional en el período 2000-2013. En concreto, la información sobre las características de las empresas no financieras se ha tomado de la Central de Balances del Banco de España, que a su vez se nutre de las cuentas anuales depositadas por aquellas en los Registros Mercantiles. Por su parte, la información sobre las transacciones con el exterior de cada empresa, así como el volumen importado, se extrae del sistema de declaración de transacciones internacionales del Banco de España².

El peso de las empresas importadoras de bienes y servicios ha ido disminuyendo a lo largo del período de análisis. En el gráfico 1 se ilustra cómo antes de la crisis el porcentaje de empresas importadoras era sustancialmente mayor que el porcentaje de empresas exportadoras. Por ejemplo, en 2004 el 5,5 % de las empresas españolas eran importadoras, frente al 3,5 % que eran exportadoras³. Nótese que, en el período de expansión previo a la crisis, se redujeron tanto el porcentaje de empresas exportadoras como el porcentaje de importadoras. Este desarrollo se debe a la significativa entrada de empresas caracterizadas por una reducida productividad y por

no estar internacionalizadas. Sin embargo, en los años posteriores a la crisis se han observado un aumento en el porcentaje de empresas exportadoras y una disminución en el porcentaje de importadoras, hasta alcanzar un peso muy similar, ligeramente por encima del 4 % en 2013. Sin embargo, se observa que el volumen medio importado ha ido en aumento (véase gráfico 2), lo que ha permitido mantener el dinamismo de las importaciones agregadas hasta 2013⁴.

Respecto a las características de las empresas importadoras, la evidencia disponible es escasa, dado que la literatura se ha centrado tradicionalmente en analizar y caracterizar a la empresa exportadora⁵. No obstante, la escasa evidencia disponible muestra que las empresas importadoras presentan algunas características similares a las empresas exportadoras cuando se comparan con empresas no internacionalizadas. Por ejemplo, Bernard *et al.* (2007) muestran que las empresas importadoras son más grandes y más productivas que las empresas no importadoras en Estados Unidos, y Fernández *et al.* (2012)⁶ presentan resultados similares para las empresas del área del euro en su conjunto. En el caso español, se observa que las

- 1 El término se refiere a empresa importadora directa, ya que las empresas también pueden importar de forma indirecta al adquirir productos importados a través de empresas distribuidoras.
- 2 Para una descripción de esta fuente, véase el epígrafe 2.4.1 de *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2013*, del Banco de España.
- 3 Nótese que este porcentaje se calcula sobre el total de empresas en la muestra utilizada, que difiere ligeramente del colectivo total de empresas según los datos del DIRCE.

- 4 Al igual que sucede en el caso de las exportadoras, cabe destacar que existe un elevado grado de concentración del total importado en un número reducido de empresas. De este modo, en el año 2013 el 1 % de las empresas con mayor volumen importado realizó en torno al 55 % de todas las importaciones, mientras que el 10 % concentra el 70 %.
- 5 Véanse A. B. Bernard, J. B. Jensen, S. J. Redding y P. K. Schott (2007), «Firms in International Trade», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n.º 3, pp. 105-130; C. Martín-Machuca y A. Rodríguez Caloca (2009), «Una aproximación a las características de las empresas exportadoras españolas», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España, y capítulo 2 del *Informe Anual, 2015*, del Banco de España.
- 6 Véase C. Fernández, C. García, A. Rodríguez y P. Tello (2012), «Analysis of the import activity of European Firms», *Economic Bulletin*, octubre, Banco de España.

CARACTERIZACIÓN DE LA EMPRESA IMPORTADORA EN ESPAÑA (a)

Gráfico 1
PORCENTAJE DE EMPRESAS EXPORTADORAS/IMPORTADORAS DE BIENES Y/O SERVICIOS

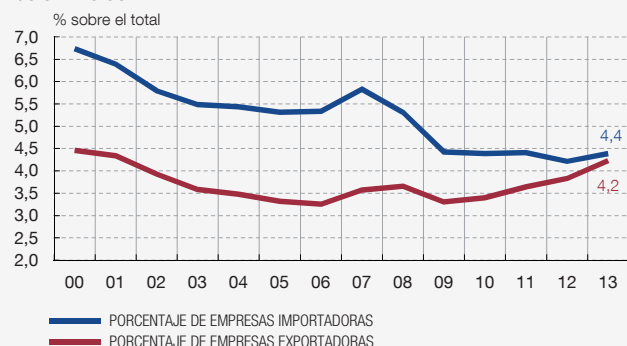
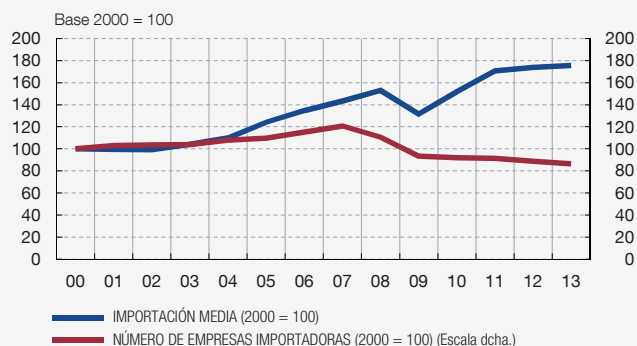


Gráfico 2
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE IMPORTADORAS Y DEL VOLUMEN IMPORTADO



FUENTE: Banco de España, a partir de SABI-CBI-BP.

a Solo se incluyen aquellas empresas que tienen al menos una transacción por encima de 50.000 euros. El total de empresas de esta muestra se refiere a aquellas para las cuales se tiene información de empleo.

empresas importadoras son también más grandes y productivas que las no importadoras (véase cuadro 1). Asimismo, presentan una menor temporalidad en el empleo y están más capitalizadas. Concretamente, a lo largo de todo el período 2000-2013, el tamaño de las empresas importadoras respecto a las no importadoras era cuatro veces mayor en términos del número de empleados y diez veces superior en términos de la cifra neta de negocios. Sin embargo, estas diferencias han sido significativamente mayores en los años posteriores a la crisis financiera global, cuando la empresa importadora media ha sido hasta siete veces mayor que la no importadora en términos de empleo. Una evolución muy similar se observa en el caso de la cifra neta de negocios, donde la empresa importadora media ha pasado de tener unas ventas siete veces superiores durante la expansión a tener ventas por un importe medio hasta 16 veces mayor en los años de la crisis.

La evidencia anterior se encuentra en línea con la hipótesis discutida en la sección 4.2 de este capítulo, sobre los efectos de composición a escala de empresa, que pueden haber enmascarado el proceso de sustitución de importaciones en el ámbito agregado en la medida en que las empresas importadoras han crecido más en términos relativos. Esta pauta se observa también en el caso de la productividad aparente del trabajo, si bien la empresa importadora presentaba una productividad en torno a un 60 % mayor que la no importadora durante la expansión. Esta diferencia ha aumentado hasta alcanzar el 100 % en los años más recientes. Finalmente, las diferencias tanto en temporalidad como en capitalización han mostrado menos variaciones a lo largo del tiempo, presentando las empresas importadoras un ratio de temporalidad un 40 % menor y de capitalización alrededor de un 80 % mayor.

Cuadro 1
CARACTERIZACIÓN DE LAS EMPRESAS IMPORTADORAS ESPAÑOLAS

Mediana	Tamaño de la empresa (a)	Temporalidad en el empleo (b)	Ratio capital físico por trabajador (c)	Cifra de negocio (d)	Productividad en el empleo (e)
2000-2013					
Total empresas					
Importadora	11,0	19,9	16,6	7,8	39,1
No importadora	2,6	33,3	8,9	5,5	23,6
Manufacturas					
Importadora	24,9	16,7	25,1	8,2	39,3
No importadora	4,5	25,0	11,5	5,8	25,1
Servicios					
Importadora	7,0	20,5	12,6	7,5	39,0
No importadora	2,8	30,0	9,8	5,6	22,8
2000-2007					
Total empresas					
Importadora	10,0	22,2	15,0	7,6	35,8
No importadora	3,0	38,5	7,4	5,6	22,4
2008-2013					
Total empresas					
Importadora	15,0	13,3	23,1	8,3	49,9
No importadora	2,2	26,7	10,6	5,5	24,9

FUENTE: Banco de España, a partir de Registro Mercantil, Central de Balances y Balanza de Pagos.

- a El tamaño de la empresa se calcula según el número de empleados.
- b La temporalidad en el empleo se define como el porcentaje que representa el empleo no fijo sobre el total.
- c Calculado como el cociente del inmovilizado material dividido por el número de empleados.
- d Importe neto de la cifra de negocios, en millones de euros, expresada en logaritmos.
- e Calculado como el cociente entre el valor añadido y el número de empleados.

Para cuantificar la importancia relativa de estos factores para explicar la probabilidad de que una empresa española sea importadora, se estima a continuación un modelo de probabilidad lineal que tiene en cuenta la rama de actividad donde opera la empresa. En el cuadro 2 se presentan los resultados de la estimación, donde cada coeficiente representa, dentro de un mismo sector, el impacto sobre la probabilidad de importar que tiene el aumento aislado en un 1 pp de cada variable. Por ejemplo, un aumento de 1 pp en el número de empleados eleva en 5 pp la probabilidad de importar. De acuerdo con los resultados obtenidos, las características que incrementan de forma más significativa la probabilidad de que una empresa pase a ser importadora son, por este orden, el hecho de ser exportadora, el tamaño (aproximado según

el número de empleados) y la productividad aparente del trabajo. En concreto, si la empresa es exportadora aumenta la probabilidad de que también sea importadora en aproximadamente 25 pp. Asimismo, un aumento de 1 pp en el número de empleados o un aumento de 1 pp en la productividad están asociados a aumentos de 5 pp y de 3 pp, respectivamente, en la probabilidad de ser importadora. Por su parte, dicha probabilidad disminuye con la ratio de temporalidad en el empleo y aumenta con la ratio de capital por trabajador, aunque la magnitud de dichos efectos es significativamente menor que el efecto del tamaño, por ejemplo. Distintamente entre los dos subperíodos pre- y poscrisis, no se observan cambios significativos en los efectos de tamaño, productividad y estatus exportador.

Cuadro 2
DETERMINANTES DE LA PROBABILIDAD DE IMPORTAR

	Todas			Empresas en el sector manufacturas	Empresas en el sector servicios
	2000-2013	2000-2007	2008-2013	2000-2013	2000-2013
Tamaño (a)	0,043*** (0,000)	0,051*** (0,000)	0,041*** (0,000)	0,086*** (0,001)	0,038*** (0,000)
Temporalidad del empleo (b)	-0,002*** (0,000)	-0,005*** (0,000)	-0,002*** (0,000)	-0,001** (0,000)	-0,001*** (0,000)
Capital fijo por trabajador (c)	0,008*** (0,000)	0,009*** (0,000)	0,006*** (0,000)	0,020*** (0,000)	0,004*** (0,000)
Productividad (d)	0,028*** (0,000)	0,036*** (0,001)	0,024*** (0,000)	0,046*** (0,001)	0,029*** (0,001)
Dummy exportadora (e)	0,224*** (0,002)	0,255*** (0,003)	0,236*** (0,003)	0,210*** (0,004)	0,202*** (0,004)
Constante	-0,127*** (0,002)	-0,183*** (0,003)	-0,138*** (0,003)	-0,319*** (0,005)	-0,117*** (0,003)
Número de observaciones	1.254.098	613.950	640.148	301.156	661.803
Número de empresas	376.654	244.689	257.932	85.113	208.273
Variables ficticias sector	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Variables ficticias año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

FUENTES: CBA-CBB-BP y Banco de España.

NOTAS: *,**,*** implican significatividad estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

En este cuadro se recogen los coeficientes de las estimaciones de un modelo de probabilidad lineal, donde la variable endógena toma el valor 1 si la empresa es importadora, y 0 si no lo es. Del sector manufacturas se excluyen de la muestra las empresas en el sector de coquerías y refino de petróleo. En el sector servicios se excluyen servicios financieros y de seguros. Las variables exógenas están expresadas en logaritmos, salvo el estatus exportador. Todas las regresiones incluyen una constante y variables ficticias de sector y de tiempo. Los coeficientes representan la influencia de cada variable sobre la probabilidad de importar, esto es, los efectos marginales evaluados en la media.

- a El tamaño de la empresa se calcula según el número de empleados.
- b La temporalidad en el empleo se define como el porcentaje que representa el empleo no fijo sobre el total.
- c Calculado como el cociente del inmovilizado material dividido por el número de empleados
- d La productividad se calcula como el cociente entre el valor añadido y el número de empleados.
- e Estatus exportador que se determina en función de la exportación de bienes y/o servicios de la empresa.

El nivel de endeudamiento exterior de algunas economías de la UEM, incluida España, es un elemento de vulnerabilidad, dado que cambios en el sentimiento económico de los mercados financieros internacionales podrían generar tensiones en la refinanciación de los pasivos. En todo caso, la vulnerabilidad exterior no solo depende del nivel de endeudamiento exterior de una economía, sino que está condicionada también por un conjunto amplio de factores, tales como su posición cíclica de una economía o las condiciones de financiación. Dada su importancia, la literatura económica ha tratado de construir lo que se denominan «sistemas de alerta temprana de tensiones externas» que permitan identificar umbrales de riesgo de los pasivos exteriores que, en caso de superarse, serían indicadores de un aumento apreciable de la vulnerabilidad de la economía ante turbulencias en los mercados internacionales.

En este recuadro se describe la construcción de un indicador que sigue, en líneas generales, la metodología empleada en Hernández de Cos *et al.* 2014¹. La construcción del sistema de alerta temprana consta de tres etapas principales. En primer lugar, hay que definir qué se entiende por episodio de turbulencia exterior. La definición empleada comprende no solo impagos de deuda externa o programas de rescate por parte de organismos internacionales, sino que trata de incluir también otros episodios de turbulencia exterior asociados a crisis cambiarias y una acumulación previa muy brusca de desequilibrios exteriores, mecanismo que, por ejemplo, elevó la fragilidad exterior de algunas economías de la UEM durante la anterior

1 Véase P. Hernández de Cos, G. Koester, E. Moral-Benito y C. Nickel (2014), *Signalling fiscal stress in the euro area: a country-specific early warning system*, Documentos de Trabajo, n.º 1418, Banco de España.

Gráfico 1
EPISODIOS DE TENSIONES EXTERIORES

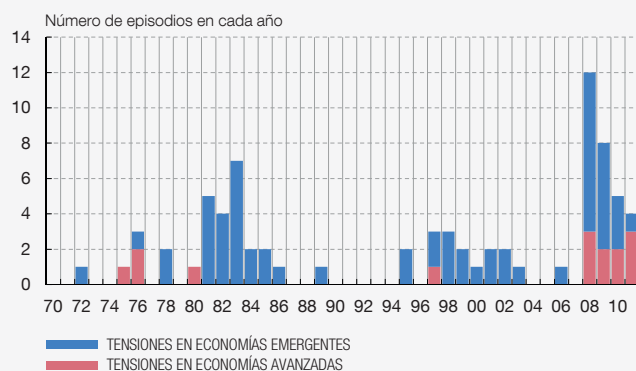


Gráfico 2
INDICADOR AGREGADO ADELANTADO DE RIESGO DE LOS PAÍSES PERIFÉRICOS

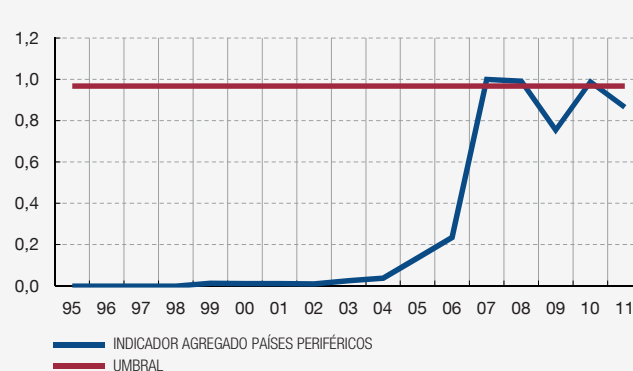


Gráfico 3
COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LOS UMBRALES PARA LA DEUDA EXTERNA BRUTA

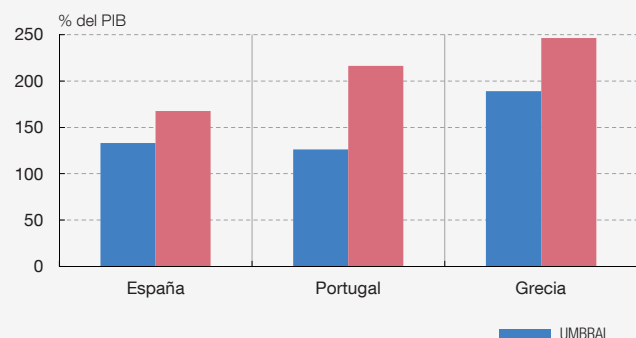
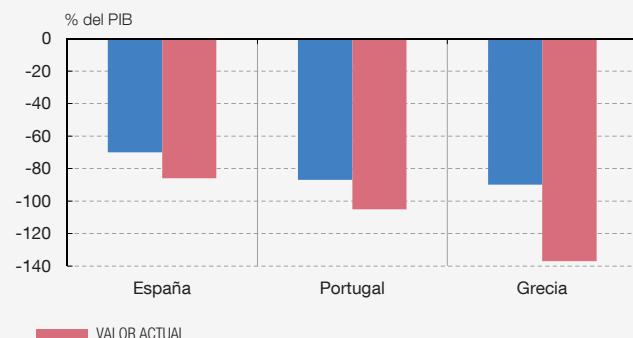


Gráfico 4
COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LOS UMBRALES DE LA PII NETA



FUENTES: Lane y Milesi-Ferretti (2007), fuentes nacionales y Banco de España.

fase expansiva². Con esta definición se generan 76 episodios de tensión exterior para el período 1970-2011 en 15 economías avanzadas (véanse gráficos adjuntos). A continuación, se procede a la

selección de las variables que afectan significativamente a la probabilidad de que se produzcan dichos episodios. Finalmente, se estiman el indicador agregado de alerta y los denominados umbrales de riesgo para cada variable.

2 Concretamente, siguiendo la literatura [véase L. A. V. Catão y G. M. Milesi-Ferretti (2014), «External liabilities and crises», *Journal of International Economics*, 94, pp. 18-32], se considera que hay un episodio de turbulencia exterior cuando se cumple al menos una de estas condiciones: i) reestructuración de deuda o impago de deuda externa, o recurso a programas de rescate del FMI o de la Comisión Europea; ii) depreciación del tipo de cambio efectivo real en más de un 20 % en un solo año, en un contexto de caída del PIB real (*proxy* de crisis cambiaria), y iii) déficit por cuenta corriente acumulado en los tres años previos que supere al menos el 25 % del PIB, siempre y cuando la PII deudora neta en $t - 3$ supere el 50 % del PIB.

La elección de los posibles factores determinantes de los episodios de turbulencias externas se realiza a través de un análisis de regresión en el que la variable que se ha de explicar toma el valor 1 en cada episodio de turbulencias externas y 0 en otro caso. Los resultados señalan que el endeudamiento total frente al resto del mundo, tanto en términos brutos como, particularmente, en términos netos, anticipa la probabilidad de que ocurran tensiones exteriores (véase cuadro 1). La composición de este endeudamiento también es relevante, ya que la probabilidad de turbulencias se

Cuadro 1
ESTIMACIONES PROBIT. PROBABILIDAD DE CRISIS (a)
(variables expresadas como porcentaje del PIB y con un retardo de un año.
Los coeficientes muestran el impacto marginal medio)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Activos exteriores netos	-0,09***	-0,04***	-0,06***					
	(0,01)	(0,01)	(0,02)					
Pasivos exteriores totales					0,01**		0,01**	
					(0,003)		(0,006)	
Deuda externa neta				-0,07***				-0,06**
				(0,02)				(0,03)
Deuda externa bruta						0,01*		
						(0,007)		
Activos netos en inversión exterior directa				0,09***				0,07**
				(0,03)				(0,04)
Pasivos en inversión exterior directa						-0,09**		
						(0,04)		
Balanza por cuenta corriente (media móvil de dos años)		-0,64***	-0,9***	-0,71***		-0,85***		-0,94***
		(0,11)	(0,17)	(0,11)		(0,12)		(0,17)
PIB per cápita relativo a Estados Unidos	-0,07***	-0,07***	-0,06**	-0,1***	-0,11***	-0,09***	-0,14***	-0,13***
	(0,02)	(0,02)	(0,03)	(0,02)	(0,04)	(0,02)	(0,04)	(0,05)
Saldo público			-0,37*					0,3
			(0,21)					(0,26)
Tipos de interés de depósito							0,03***	0,03***
							(0,01)	(0,01)
Número de observaciones	1.547	1.508	762	1.498	1.548	1.507	1.102	619
Wald chi2	130	148	73,7	142	98,2	131,3	98,3	80
Pseudo R2	0,19	0,24	0,34	0,26	0,13	0,24	0,18	0,35

FUENTE: Banco de España.

a El cuadro recoge los coeficientes de las estimaciones de un modelo de probabilidad normal (*Probit*) en el que la variable dependiente es un indicador dicotómico de tensiones exteriores. La muestra cubre 15 economías avanzadas durante el período 1970-2011. Error estándar, entre paréntesis. *, **, *** implican significatividad estadística al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente. Las regresiones incluyen *dummies* por años.

incrementa cuando este se materializa a través de pasivos exigibles, mientras que las posiciones deudoras en inversión extranjera directa (IED) no elevarían la vulnerabilidad exterior. Otro factor clave que eleva la probabilidad de turbulencias exteriores es la magnitud del déficit por cuenta corriente, que se traduce generalmente en aumentos del endeudamiento exterior. Finalmente, conforme el grado de desarrollo de una economía es superior, suele presentar menores episodios de turbulencias financieras para un mismo nivel de endeudamiento³.

Sobre la base de estos resultados, las variables que se escogen para construir el mecanismo de alerta temprana son la PII, los pasivos exteriores totales, la deuda externa neta y bruta, y el saldo por cuenta corriente⁴. Asimismo, se construye un indicador agregado de alerta que pondera cada variable en función de su poder predictivo y que permite adelantar la aparición de turbulencias⁵. Los umbrales de riesgo son específicos para cada país, con la finalidad de maximizar su poder predictivo [Hernández de Cos *et al.* (2014)].

Según esta metodología, el indicador agregado adelantado de riesgo para los países periféricos de la UEM de la muestra⁶ (ponderado en función del peso de cada PIB) repuntó en los años inmediatamente anteriores a la última crisis, conforme se acumulaban

los desequilibrios exteriores en el seno de la zona del euro, y alcanzó su punto álgido en coincidencia con las turbulencias en los mercados soberanos de la UEM, a partir de 2010. En cuanto a los umbrales estimados, cabe destacar que el endeudamiento exterior actual de estas economías se sitúa por encima de dichos umbrales de riesgo, aunque las brechas son de muy diversa magnitud, oscilando entre el 20 % y el 40 % tanto de la PII neta como de la deuda externa bruta. Así, de acuerdo con estas estimaciones, las economías más vulnerables financieramente de la UEM, entre las que se incluiría España por su elevada dependencia financiera del exterior, todavía mantienen un grado de vulnerabilidad significativo ante un hipotético deterioro de los mercados de capitales internacionales.

Los resultados anteriores deben tomarse con las debidas precauciones, dadas las dificultades metodológicas a las que se enfrenta la construcción de estos indicadores. En particular, hay que tener en cuenta que las estimaciones de los umbrales se realizan con un número muy reducido de episodios de crisis, lo que reduce su robustez y su poder predictivo fuera de la muestra que se usa para su estimación. Además, dicha capacidad predictiva disminuye conforme la ventana de predicción es más dilatada en el tiempo.

En todo caso, la convergencia de la PII neta hacia niveles menos vulnerables requerirá la consolidación de una senda sostenida de superávits exteriores, cuya consecución se facilitaría en la medida en que se avance en la adopción de reformas estructurales que refuercen el saneamiento estructural de las cuentas públicas, especialmente en un contexto de envejecimiento de la población, e impulsen la competitividad de nuestra economía promoviendo ganancias genuinas de productividad, la moderación de costes y la reasignación de los factores hacia los sectores y empresas con mayor potencial de crecimiento.

-
- 3 Estos resultados son robustos a cambios en la definición de episodio de turbulencia.
- 4 Estas variables están disponibles para el conjunto más amplio posible de países y presentan menos problemas de calidad que datos más desagregados.
- 5 El criterio para la elaboración del sistema de alerta consiste en minimizar el error de previsión otorgando un peso relativo más elevado a los falsos negativos, ya que las turbulencias son eventos poco frecuentes.
- 6 Grecia, Portugal y España.

Resumen

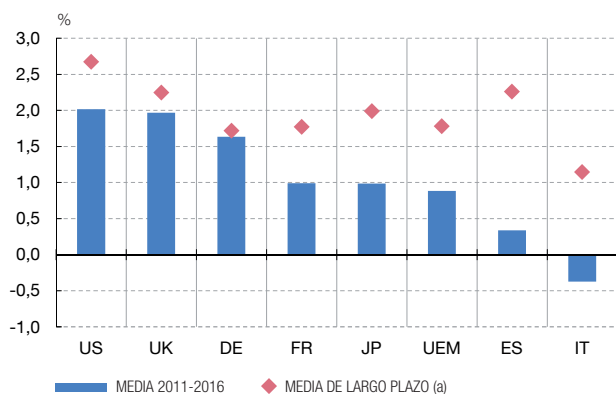
La fragilidad de la recuperación económica en la UEM y su dependencia del estímulo de las medidas de política monetaria implementadas por el BCE han suscitado un debate sobre la conveniencia de diseñar una política fiscal más activa a escala de la UEM. Este debate se produce en un contexto en el que no hay signos de un ajuste sostenido de la inflación hacia su objetivo de medio plazo, de modo que no cabe esperar una reacción de la autoridad monetaria ante una expansión fiscal, y los costes de financiar un eventual estímulo presupuestario con deuda pública son reducidos. No obstante, los elevados niveles de endeudamiento público que registran numerosos países hacen que el espacio fiscal para implementar políticas fiscales expansivas sea limitado.

En un entorno de espacio fiscal limitado, la composición adecuada de las actuaciones de política fiscal resulta fundamental, tanto en lo referido a los instrumentos utilizados como a su distribución por países. De acuerdo con las estimaciones disponibles, solo un conjunto de países del núcleo de la UEM dispondría de márgenes de maniobra presupuestarios significativos. En este sentido, la evidencia que se presenta en este capítulo sobre la relevancia de los efectos de desbordamiento de la política fiscal sugiere que aumentos de la inversión pública en estos países podrían tener un efecto nada desdeñable sobre el crecimiento económico del resto de los socios. Por su parte, los países que deben proseguir sus esfuerzos de consolidación también tienen margen para diseñar actuaciones menos desfavorables para el crecimiento, orientadas a incrementar la eficiencia del nivel de gasto público y las sinergias con el sector privado y a reequilibrar la carga impositiva hacia figuras menos distorsionantes de la actividad privada.

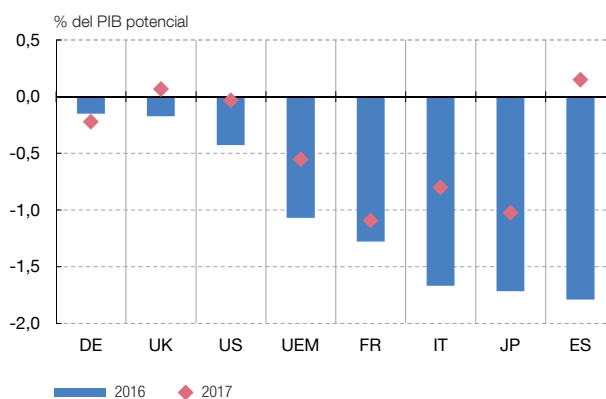
Desde el punto de vista agregado del área del euro, las dificultades que comporta instrumentar actuaciones comunes de política fiscal, en un marco de toma de decisiones muy descentralizado, apuntan hacia la conveniencia de diseñar instrumentos de carácter supranacional que permitan hacer frente a perturbaciones adversas. En particular, resulta conveniente progresar en la creación de algún tipo de mecanismo común de aseguramiento cíclico, que contribuya a paliar la ausencia de una capacidad fiscal centralizada, y complemente la escasa potencia estabilizadora de los mecanismos públicos y privados de compartición de riesgos existentes actualmente. La evidencia que se presenta en este capítulo sugiere que se podría diseñar un mecanismo que, sin comprometer grandes recursos (inferiores al actual presupuesto europeo), y sin que conlleve transferencias permanentes entre Estados, permitiría alcanzar una capacidad fiscal de estabilización similar a la alcanzada con el sistema federal de transferencias de Estados Unidos.

Asimismo, el marco de gobernanza presupuestario actual debe incentivar que los países generen márgenes de maniobra durante las fases de expansión, de manera que aumente la capacidad estabilizadora de la política fiscal en el conjunto de la UEM en momentos de crisis. En este sentido, el marco presupuestario europeo es complejo y poco transparente, lo que ilustra la necesidad de avanzar en su simplificación. Las propuestas recientes, que buscan dar un mayor peso a la deuda pública como ancla de medio plazo y a la regla de gasto como herramienta operativa, resultan adecuadas. En todo caso, el reforzamiento de las labores de supervisión y control de las reglas fiscales resulta fundamental para garantizar su cumplimiento.

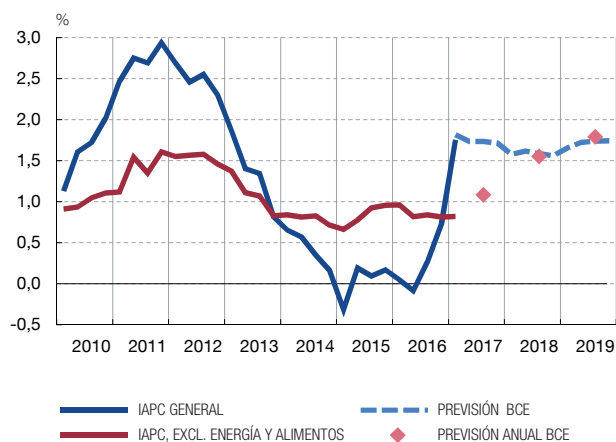
1 CRECIMIENTO DEL PIB



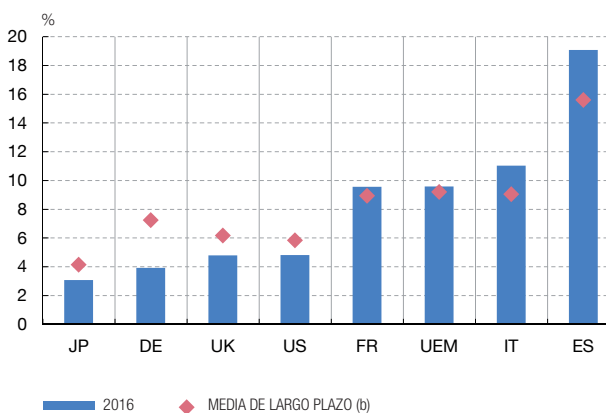
2 OUTPUT GAP



3 INFLACIÓN



4 TASA DE PARO



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Banco Central Europeo y Fondo Monetario Internacional.

a Media del crecimiento desde 1980 hasta 2016.
 b Media de la tasa de paro desde 1995 hasta 2016.



1 Introducción

La situación macroeconómica del área del euro sigue caracterizada por una recuperación gradual y frágil. A pesar de las mejoras recientes en la evolución de la economía del área del euro (véase el capítulo 1 de este Informe), la incertidumbre sobre las políticas económicas en Estados Unidos, así como la derivada del proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE) y de las elecciones en distintos países europeos, en un contexto en el que persisten niveles de desempleo elevados, tasas de crecimiento económico reducidas y debilidades en algunas instituciones financieras, plantean riesgos significativos (véase gráfico 4.1). Por otro lado, la tasa esperada de inflación de la UEM en el medio plazo permanece todavía alejada de la referencia de medio plazo del 2 %, a pesar del reciente repunte de los precios, asociado a los efectos transitorios vinculados sobre todo a los precios energéticos.

Por su parte, la actuación de la política monetaria en los últimos años ha contribuido de manera decisiva a normalizar las condiciones financieras en la UEM y, más en general, a mitigar los riesgos macroeconómicos. Además de llevar el tipo de interés de

la facilidad de depósito a tasas ligeramente negativas, el Banco Central Europeo (BCE) acentuó el impulso monetario a través de la provisión de financiación a largo plazo al sistema bancario y, en 2014, dio el paso de introducir un programa de compras de activos a gran escala (APP, por sus siglas en inglés)¹, que continúa activo en la actualidad. Mientras tanto, en estos años, el tono de la política fiscal en el conjunto del área del euro fue contractivo, dadas las necesidades de los procesos de consolidación fiscal en una mayoría de países, de manera que la política monetaria ha asumido un papel central en la estabilización de la economía de la UEM durante este período.

En este contexto, se ha planteado recientemente un debate acerca del papel que debería desempeñar la política fiscal para reforzar la recuperación económica de la UEM². Desde distintos ámbitos se han planteado argumentos que favorecerían una orientación expansiva de la política fiscal en la UEM tomada en su conjunto. Por un lado, los costes de financiación de la deuda pública, en la actual situación de tipos de interés bajos, son reducidos, lo que aumenta los márgenes de maniobra presupuestarios. Al mismo tiempo, el tono marcadamente expansivo de la política monetaria favorece la efectividad de un eventual estímulo fiscal, en la medida en que, en un escenario de inflación moderada, es menos probable que dicho estímulo se vea contrarrestado por un endurecimiento de la política monetaria³. Dentro de una unión monetaria, esta última circunstancia tiende, a su vez, a amplificar los efectos expansivos de la política fiscal no solo en el país que aplica dicha política, sino también en el resto de economías que comparten la misma política monetaria. Estos efectos positivos de desbordamiento (*spillovers*) de la política fiscal entre distintos países de la UEM pueden abrir la puerta a posibles estrategias de coordinación de las políticas fiscales para el conjunto del área.

Sin embargo, la arquitectura institucional actual del área del euro no favorece la actuación coordinada de los distintos países en materia presupuestaria. Mientras que la política monetaria única es responsabilidad del BCE, las políticas fiscales lo son de las autoridades nacionales, lo que supone una diferencia sustancial frente a otras grandes economías (como Estados Unidos y Japón, donde ambas políticas son gestionadas a escala nacional). En la UEM, el tono de la política fiscal resulta de la agregación de las políticas fiscales de los países miembros, que se diseñan, no obstante, con la restricción de que deben cumplir el marco de reglas presupuestarias común de la UE, definido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En este sentido, en la situación actual los márgenes de maniobra en el ámbito presupuestario para un buen número de países son limitados, dados los niveles todavía elevados de deuda pública y las perspectivas inciertas sobre su dinámica en el medio plazo, así como las presiones presupuestarias que se derivan de las tendencias demográficas adversas asociadas al progresivo envejecimiento de la población.

Al mismo tiempo, la ausencia de instrumentos de política fiscal centralizados limita las posibilidades de realizar actuaciones discrecionales en el ámbito del conjunto de la UEM. El marco institucional de la política fiscal en la UEM no dispone de una capacidad fiscal centralizada que permita una reacción automática ante perturbaciones económicas.

1 Para un análisis de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema a lo largo de la crisis y de sus implicaciones macroeconómicas, véase Banco de España (2016), «El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente», capítulo 3 del *Informe Anual, 2015*.

2 Véase, por ejemplo, OCDE (2016), «Using the fiscal levers to scape the low-growth trap», *Economic Outlook*, capítulo 2, vol. 2016, 2, París.

3 Sobre la interacción de las políticas monetaria y fiscal, pueden consultarse Banco Central Europeo (2012), «Interacciones entre la política monetaria y la fiscal en una unión monetaria», *Boletín Mensual*, julio, o E. Gerba (2017), *Monetary-fiscal policy interactions in the euro area*, mimeo, Banco de España.

Así, el modo de instrumentar respuestas conjuntas de política fiscal se ha basado en iniciativas *ad hoc* coordinadas por la Comisión Europea (CE). Este es el caso, por ejemplo, del «Plan Europeo de Recuperación Económica» (PERE), de noviembre de 2008; del Plan de Inversiones Europeas (denominado «Plan Juncker»), que se aprobó a finales de 2014; y, más recientemente, de la Comunicación de la CE sobre la necesidad de una orientación más expansiva de la política fiscal en la UEM, formulada en noviembre de 2016.

En este contexto, el presente capítulo revisa, en primer lugar, los argumentos que se han planteado recientemente en torno al papel de la política fiscal en la UEM como elemento de soporte de la recuperación económica en la situación actual. Con posterioridad, desde una perspectiva de medio plazo, se analizan los retos del marco institucional de la UEM en relación con la coordinación de la política presupuestaria. Para ello se discuten las principales alternativas disponibles para reforzar la capacidad estabilizadora de la política fiscal mediante instrumentos genuinamente europeos y se evalúan las posibles líneas de avance en el ámbito de las reglas fiscales, en particular en lo relativo a su capacidad para generar márgenes de maniobra presupuestarios *ex ante* que permitan a las economías de la UEM absorber perturbaciones macroeconómicas adversas, tanto idiosincrásicas como agregadas.

2 El papel de la política fiscal en la coyuntura actual

2.1 CONDICIONANTES DE LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA FISCAL EN LA UEM

En condiciones normales, la política fiscal puede ser una herramienta apropiada de estabilización macroeconómica, en particular a través de los estabilizadores automáticos⁴. La política fiscal cuenta con dos mecanismos para estabilizar la economía. En primer lugar, una parte importante de los ingresos y gastos públicos actúa de manera automática como estabilizador a lo largo del ciclo económico. Ante, por ejemplo, una desaceleración económica, los ingresos impositivos, que dependen de la evolución macroeconómica, se reducen, mientras que algunas partidas de gasto, como la de desempleo, aumentan, lo que actúa como mecanismo estabilizador de las rentas de los agentes y, por consiguiente, de la demanda agregada. Esta actuación, además, se produce de manera granular, en la medida en que los sistemas de impuestos y transferencias reflejan la heterogeneidad individual de los hogares que los reciben, lo que permite amortiguar los posibles efectos distributivos adversos derivados de las perturbaciones económicas⁵. Por otra parte, los estabilizadores automáticos operan de forma simétrica a lo largo del ciclo, atenuando el recalentamiento en los períodos de expansión y apoyando la actividad económica en las fases de desaceleración, lo que limita sus efectos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por estas razones, la literatura económica ha favorecido tradicionalmente este canal de actuación de la política fiscal.

Las administraciones públicas cuentan también con la capacidad para adoptar decisiones discrecionales de modificación de sus políticas de ingresos y gastos, con el propósito de estabilizar la economía. En este caso, la literatura económica subraya que los estímulos discrecionales, cuando se produzcan, deben ser oportunos, transitorios y focalizados (*timely, temporary and targeted*, en terminología anglosajona), con el objetivo de minimizar los problemas derivados de los posibles retrasos en su implementación con respecto al momento en el que la economía sufre una perturbación macroeconómica adversa, de maximizar la potencia de su impacto y de reducir sus efectos negativos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas⁶.

⁴ Véase Comisión Europea (2016), «Towards a positive euro area fiscal stance», *EPSC Strategic Notes*.

⁵ Véase A. McKay y R. Reis (2016), «The role of automatic stabilizers in the U.S. business cycle», *Econometrica*, 84, pp. 141-194.

⁶ Véase C. Bouthevillain, J. Caruana, C. Checherita, J. Cunha, E. Gordo, S. Haroutunian, G. Langenus, A. Hubic, B. Mancke, J. J. Pérez y P. Tommasino (2009), «Pros and cons of various fiscal measures to stimulate the economy», *Economic Bulletin*, julio, Banco de España.

Distintos factores macroeconómicos pueden condicionar la efectividad de la política fiscal discrecional. La literatura empírica ha identificado distintos elementos que afectan al tamaño de los multiplicadores fiscales en el corto plazo⁷. Los estímulos fiscales tienden a tener mayor efecto cuanto mayor es la proporción de hogares con restricciones financieras y que, por tanto, basan sus decisiones de consumo en la renta corriente, cuando la medida es temporal y su reversión es creíble, en presencia de mayores rigideces nominales y reales, cuando los estabilizadores automáticos del presupuesto son menores, y en economías más cerradas. Asimismo, los efectos macroeconómicos de la política fiscal tienden a ser asimétricos, siendo más potentes en situaciones de bajo crecimiento que en expansiones, y en momentos de bajo estrés fiscal (esto es, en situaciones de dinámica sostenible de la deuda pública), frente a aquellos de alta vulnerabilidad de las finanzas públicas⁸. En particular, un estímulo de política fiscal, si se produce en una situación de incertidumbre sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas, asociada, por ejemplo, a un nivel de deuda pública elevado, podría llevar aparejados incrementos significativos en los costes de financiación de la deuda soberana y, eventualmente, del conjunto de agentes de la economía, que contrarresten su impacto expansivo.

El impacto sobre la actividad también depende del instrumento de política fiscal que se use. Los multiplicadores asociados a aumentos discretos del consumo y de la inversión públicos suelen ser superiores a los de los impuestos, dado el efecto directo de los primeros sobre la demanda agregada de la economía. En cuanto a los distintos componentes del gasto, la evidencia empírica muestra que el aumento de la inversión pública lleva asociado un mayor multiplicador que el del gasto corriente (véase cuadro 4.1). Además, cabe esperar que los mayores efectos del incremento de la inversión pública perduren en el tiempo, en la medida en que el gasto se concentre en el desarrollo de infraestructuras en aquellas áreas donde se identifiquen carencias, por su impacto sobre la acumulación de capital productivo y sobre el crecimiento potencial de la economía. No obstante, el grado de eficiencia de los proyectos y los retrasos en su implementación pueden condicionar el alcance y la efectividad de este tipo de políticas⁹. Por su parte, por el lado de los ingresos, se estima, en general, un mayor impacto asociado a reducciones de los impuestos sobre la renta, por sus efectos sobre la oferta de trabajo, que cuando se producen cambios en la imposición indirecta. No obstante, la heterogeneidad de las estimaciones disponibles en la literatura sobre estos efectos es elevada.

En las circunstancias actuales de la UEM, caracterizadas por la existencia de costes de financiación de la deuda pública muy reducidos, los márgenes de maniobra presupuestarios son mayores¹⁰. En un contexto como el actual, de bajos tipos de

7 El multiplicador fiscal mide la traslación de un cambio en un instrumento de política presupuestaria a la actividad económica, normalmente medida por el PIB, en distintos horizontes temporales. Véase la discusión conceptual general que se realiza en Comisión Europea (2012), «Report on Public Finances in EMU 2012», *European Economy*, n.º 4. Para un análisis de los distintos canales que se discuten en el párrafo, véanse, entre otros, T. Warmedinger, C. Checherita y P. Hernández de Cos (2015), «Fiscal multipliers and beyond», *Hacienda Pública Española / Review of Public Economics*, 215, pp. 139-168; J. Galí, D. López Salido y J. Vallés (2007), «Understanding the Effects of Government Spending on Consumption», *Journal of the European Economic Association*, 5, pp. 227-270; o G. Corsetti, A. Meier y G. Müller (2012), «What Determines Government Spending Multipliers?», *Economic Policy*, 27, pp. 521-565.

8 Para un análisis de las interacciones entre procesos de consolidación fiscal y el desapalancamiento privado, véase J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2016), *When Fiscal Consolidation Meets Private Deleveraging*, Documentos de Trabajo, n.º 1622, Banco de España.

9 Véase J. de Jong, M. Ferdinandusse, J. Funda y I. Vetlov (2017), *The effect of public investment in Europe: a model-based assessment*, Documentos de Trabajo, n.º 2021, Banco Central Europeo.

10 Para un análisis reciente sobre la existencia de sinergias entre políticas fiscales contracíclicas y medidas no convencionales de política monetaria en un contexto de tipos de interés muy reducidos, véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2015), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.

1 MULTIPLICADOR TOTAL

	Literatura empírica (b)			1985-2010 (c)						1980-2015 (c)					
	1985-2010			Blanchard-Perotti (d)			Proyección local (e)			Blanchard-Perotti (d)			Proyección local (e)		
	1 trimestre	1 año	2 años	1 trimestre	1 año	2 años	1 trimestre	1 año	2 años	1 trimestre	1 año	2 años	1 trimestre	1 año	2 años
	Alemania	0,4	1,2	1,8	1,0	1,3	2,1	1,0	0,9	1,9	1,0	0,9	1,3	1,0	0,9
Francia	1,6	1,5	1,2	0,4	0,8	1,5	0,5	0,8	1,1	0,3	0,6	1,2	0,4	0,5	1,1
Italia	0,1	0,3	0,8	0,0	0,6	1,1	0,0	0,6	1,3	-0,1	0,6	1,1	-0,1	0,6	1,1
España	0,3	1,2	1,8	0,5	1,5	1,7	0,5	1,3	1,3	0,5	1,0	1,4	0,5	1,1	1,4
Área del euro	0,6	1,4	1,7	0,4	1,3	1,7	0,5	1,5	2,3	0,3	1,0	1,3	0,3	1,0	1,1

2 MULTIPLICADORES POR COMPONENTES DEL GASTO PÚBLICO

	Consumo público			Inversión pública		
	1 trimestre	1 año	2 años	1 trimestre	1 año	2 años
Alemania	1,2	1,0	1,8	1,2	2,9	4,9
Francia	0,1	0,1	1,2	1,2	1,5	1,9
Italia	-0,1	0,9	1,4	0,0	0,7	1,8
España	0,6	0,8	0,0	0,3	1,1	2,3
Área del euro	0,8	1,7	1,0	0,4	1,9	3,2

FUENTE: Banco de España.

- a Impacto sobre el PIB derivado de un aumento de un euro en el gasto público o en uno de sus componentes.
- b Véanse Comisión Europea (2012), «Report on Public Finances in EMU 2012», *European Economy*, n.º 4, y G. Cleaud, M. Lemoine y P. A. Pionnier (2014), *Which size and evolution of the government expenditure multiplier in France (1980-2010)?*, Working Paper, Banque de France (G2013/15).
- c M. Alloza, P. Burriel y J. J. Pérez (2017), *Coordinated Fiscal Policies in the Euro area: Revisiting the Size of Spillovers*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima aparición.
- d Según la metodología propuesta por O. Blanchard y R. Perotti (2002), «An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output», *Quarterly Journal of Economics*, 117, pp. 1329-1368.
- e Según la metodología propuesta por Ó. Jordà (2005), «Estimation and inference of impulse responses by local projections», *American Economic Review*, 95, pp. 161-182.

interés y, en general, fuerte demanda inversora de valores de renta fija pública, los costes de financiar un eventual estímulo presupuestario con deuda pública son reducidos. Además, la política monetaria ha disminuido de forma significativa la carga de intereses de las Administraciones Públicas del área del euro, permitiendo generar márgenes de maniobra adicionales para la política fiscal. En efecto, el impacto más inmediato de las medidas monetarias expansivas sobre las finanzas públicas es el que se produce a través de la reducción del coste de financiación de la deuda pública, que, en el caso del conjunto de la UEM, ha caído significativamente desde mediados de 2012, momento álgido de la crisis de deuda soberana (véase cuadro 4.2). Una manera de cuantificar este impacto consiste en comparar la evolución observada de la carga de intereses con aquella que se hubiera producido en un escenario hipotético en el que los tipos de interés de emisión de la deuda se hubieran mantenido en los niveles previstos en el momento anterior al anuncio del programa de compra de valores por parte del BCE y la situación presupuestaria no hubiera variado con respecto a la proyectada entonces. Los resultados de un ejercicio de estas características muestran que, entre 2014 y 2016, las Administraciones Públicas de España y de Italia se habrían ahorrado en concepto de pagos por intereses de la deuda en torno a 1 punto porcentual (pp) del PIB, en términos acumulados, como consecuencia de la puesta en marcha de las políticas monetarias no convencionales (véase cuadro 4.2)¹¹. A ello cabe añadir el impacto favorable de la política monetaria

11 En otros países, como Alemania y Francia, donde el impacto de estas medidas sobre los tipos soberanos ha sido más reducido, este ahorro habría sido significativamente menor, situándose entre una y tres décimas del PIB.

	Gasto en intereses (% del PIB)		Tipos de intereses implícitos (%)		Vida media deuda pública (años)		Variación del gasto en intereses (% del PIB)			Efecto directo estimado del programa de compras			
	2014	2016	2014	2016	2014	2016	Observada 2014-2016	Debida a variación en		Variación en tipo a cinco años		Ejercicio contrafactual (a)	
								Deuda	Tipos	Observada (pb)	Debido a programa (b) (%)	Variación del tipo a cinco años esperada en mayo de 2014	Ahorro en gastos de intereses, % del PIB
UEM	2,7	2,2	2,9	2,5	7,3	7,9	-0,46	-0,07	-0,39	-117	67		
Alemania	1,8	1,4	2,4	2,0	6,2	6,5	-0,39	-0,12	-0,27	-107	18	81	0,1
Francia	2,2	1,9	2,3	2,0	7,0	8,0	-0,29	0,02	-0,31	-110	51	94	0,3
Italia	4,6	4,0	3,5	3,0	6,8	7,3	-0,62	0,03	-0,65	-110	128	118	1,3
España	3,5	2,8	3,5	2,8	6,0	7,0	-0,66	-0,01	-0,65	-147	83	127	0,9
Países Bajos	1,4	1,1	2,1	1,7	6,8	7,0	-0,34	-0,08	-0,26	-104	39	80	0,1
Bélgica	3,3	2,9	3,1	2,7	7,5	8,5	-0,41	0,00	-0,41	-121	28	92	0,2

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

- a Diferencias con respecto a ejercicio contrafactual consistente en asumir que, en ausencia del programa, los tipos de interés habrían evolucionado en línea con lo previsto en mayo de 2014 (tipos forward de mercado). Véase P. Burriel, F. Martí y J.J. Pérez (2017) «El impacto de la política monetaria no convencional sobre las finanzas públicas de la UEM», Artículos Analíticos, Banco de España, de próxima aparición.
- b Estudio de eventos considerando la variación con una ventana de dos días en torno a 36 fechas en las que el Consejo de Gobierno del BCE anunció medidas, se publicaron reseñas de sus reuniones o se produjeron intervenciones de destacados miembros del Consejo que permitían anticipar la posibilidad de la adopción próxima de actuaciones.

sobre las condiciones macroeconómicas¹² y su consiguiente reflejo en la mejora de las cuentas públicas. Este impacto adicional favorable sobre las finanzas públicas de la UEM tomada en su conjunto se estima en torno a 0,7 pp del PIB en el período 2014-2016 (véase gráfico 4.2)¹³.

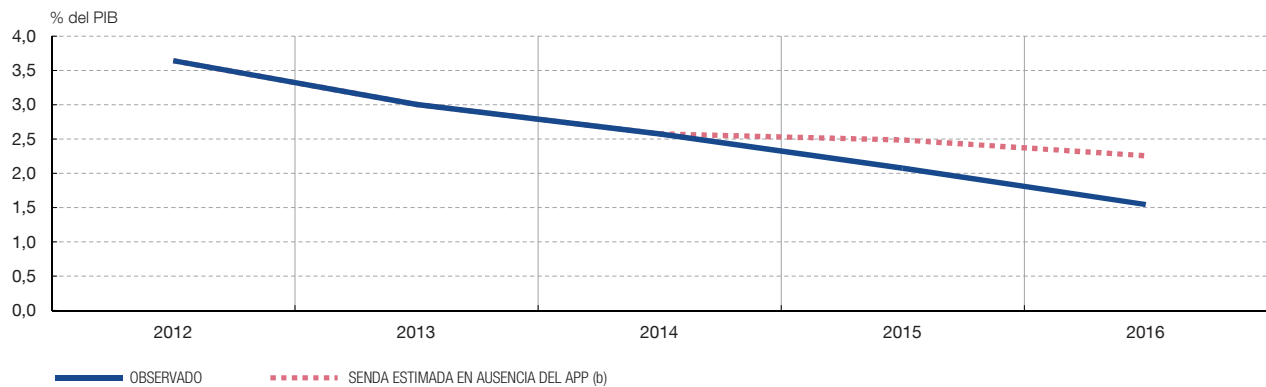
No obstante, dado que los niveles de deuda pública permanecen elevados en la UEM y en muchos países, la finalización de los procesos de consolidación fiscal resulta crucial para retomar una dinámica sostenible de la deuda pública. Si se mantienen las dinámicas actuales de crecimiento económico y se produce una recuperación de las tasas de inflación a niveles compatibles con el objetivo del BCE, y bajo el supuesto de que se cumplen los objetivos marcados por el PEC, la deuda pública para el conjunto de la UEM podría situarse a lo largo de la próxima década en niveles inferiores, pero cercanos, al 80 % del PIB (véase gráfico 4.3, panel izquierdo)¹⁴. Sin embargo, las dinámicas y los niveles de deuda son muy heterogéneos entre países. En algunos casos, la convergencia hasta niveles inferiores al 100 % del PIB resultaría mucho más gradual (véase línea azul del panel izquierdo del gráfico 4.3) y bajo escenarios de no cumplimiento de los objetivos del PEC, de menor crecimiento potencial o de normalización de las condiciones financieras más rápida que la asumida en este escenario, los niveles de deuda pública solo podrían estabilizarse en torno a los elevados valores actuales (véase gráfico 4.3, panel derecho). Con una perspectiva de más largo plazo, la probabilidad estimada

12 Véase capítulo 3, «El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente», *Informe Anual, 2015*, Banco de España.

13 En concreto, se emplea una extensión del modelo estimado en P. Burriel y A. Galesi (2016), *Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries*, Documentos de Trabajo, n.º 1631, Banco de España.

14 Véase P. Hernández de Cos, D. López Rodríguez y J. J. Pérez (2017), *Los retos del desaholamiento público*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

DÉFICIT PÚBLICO EN LOS DOS ESCENARIOS



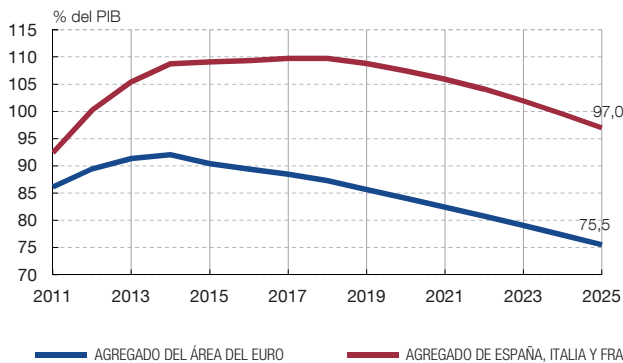
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Estimación realizada con un modelo econométrico estructural de vectores autorregresivos global (GSVAR) estimado con datos mensuales desde 2008, en el que los impulsos de la política monetaria del BCE se identifican a partir del comportamiento del balance del banco central. Véase P. Burriel y A. Galesi (2016), *Unconverging the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policy*, Documentos de Trabajo, n.º 1631, Banco de España.
- b El escenario contrafactual «en ausencia del APP» se construye restando del balance del banco central las compras periódicas del Programa, de acuerdo con la decisión de diciembre de 2015 (60 mm de euros mensuales hasta marzo de 2017) y la decisión de marzo de 2016 de incrementar el volumen de compras a 80 mm a partir de abril de 2016. El ejercicio no incorpora, pues, los efectos ni las interacciones con otras medidas, como la bajada del tipo de la facilidad de depósito, y no tiene en cuenta elementos relevantes del Programa, como la clase de activos adquiridos.

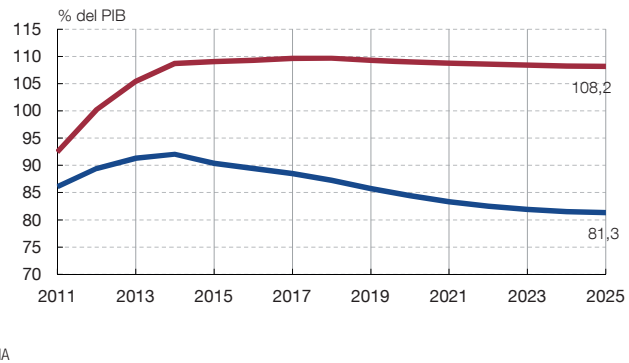
[Descargar](#)

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN LA UEM ANTE SUPUESTOS ALTERNATIVOS (a)

1 ESCENARIO BASE



2 ESCENARIO SIN CAMBIO EN LA POLÍTICA FISCAL



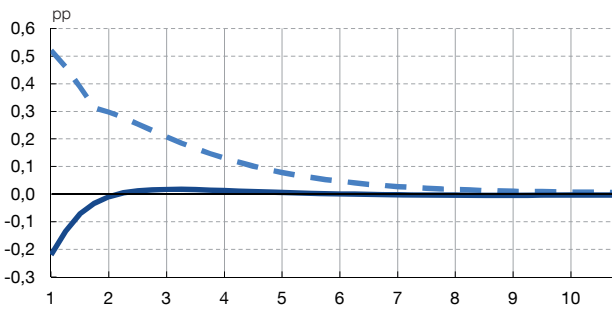
FUENTE: Banco de España.

- a Se presentan simulaciones alternativas de sendas de la ratio de deuda pública sobre el PIB para el área del euro y el agregado de España, Francia e Italia hasta el año 2025, bajo distintos supuestos de política fiscal. En el panel de la izquierda se asume como escenario base que los países del área del euro cumplen a lo largo del horizonte de simulación con sus objetivos presupuestarios fijados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento europeo. En el panel de la derecha se asume que el tono de la política fiscal se mantiene en línea con la política fiscal observada en 2016. Las simulaciones se realizan a partir de los datos de cierre de 2016, las previsiones macroeconómicas de medio plazo de la Comisión Europea y los objetivos de estabilidad de precios fijados por el BCE. Los detalles de la herramienta de simulación se encuentran descritos en P. Hernández de Cos, D. López Rodríguez y J. J. Pérez (2017), *Los retos del despalancamiento público*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación, y en O. Bouabdallah y C. Checherita (2017), *Debt sustainability analysis for euro area coverings: a methodological framework*, Documento Ocasional del BCE, n.º 185.

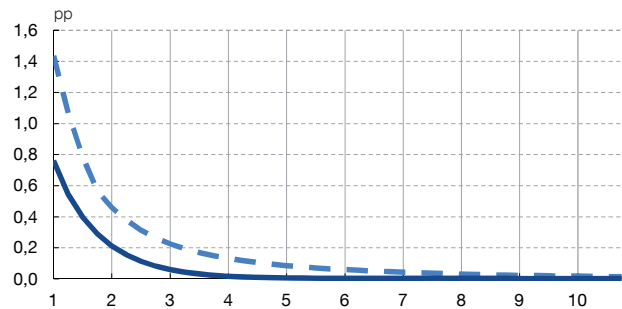
[Descargar](#)

EFFECTO MARGINAL DE UNA EXPANSIÓN FISCAL EN LOS PAÍSES CENTRALES DE LA ZONA DEL EURO SOBRE EL PIB

1 PAÍSES PERIFÉRICOS



2 PAÍSES CENTRALES



— CON REACCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

- - SIN REACCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

FUENTE: Banco de España.

a Desviaciones con respecto al escenario base. Simulaciones de una expansión fiscal de un 1% del PIB realizadas con el modelo de O. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Sinergias entre política monetaria y políticas nacionales en la Unión Monetaria», *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre.



de que la deuda de la UEM se sitúe por debajo de la referencia del 60 % del PIB en un horizonte de diez años es muy reducida¹⁵.

La actual orientación expansiva de la política monetaria en la UEM favorecería la efectividad de una política fiscal expansiva de los países con margen fiscal y la extensión de sus efectos al resto del área. En la situación actual, en la medida en que no cabe esperar un endurecimiento del tono monetario ante los estímulos presupuestarios, siempre y cuando estos no comprometieran los objetivos de estabilidad de precios a medio plazo, un impulso fiscal podría tener efectos más expansivos. El gráfico 4.4 ilustra el papel que desempeña la política monetaria en la transmisión de dicho estímulo, en el contexto de un modelo macroeconómico teórico de una unión monetaria con dos regiones o grupos de países diferenciados, que tratan de aproximar la heterogeneidad de las economías actuales del área del euro¹⁶. La primera región se caracteriza por presentar niveles reducidos de endeudamiento privado y unas cuentas públicas con margen suficiente (espacio fiscal) para llevar a cabo una expansión presupuestaria, lo que se acercaría a la situación actual de países centrales de la UEM, como Alemania y Países Bajos. El segundo grupo de países precisa reducir sus elevados niveles de endeudamiento privado y carece de espacio fiscal, situación, por tanto, similar a la de las economías periféricas del área. En circunstancias normales para la política monetaria, en las que esta responde ajustando sus tipos de interés simétricamente ante subidas y bajadas en la inflación, el modelo sugiere que una expansión fiscal realizada por los países con margen para ello tendría un impacto positivo sobre su propia actividad económica y presionaría al alza la inflación del conjunto del área. La reacción de la política monetaria motivada por el aumento de los precios amortiguaría el impacto sobre la actividad económica de estos

15 De acuerdo con las simulaciones realizadas con el modelo de J. Andrés, J. J. Pérez y J. A. Rojas (2017), *Implicit public debt thresholds: an empirical exercise for the case of Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1701, Banco de España.

16 Véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Sinergias entre política monetaria y políticas nacionales en la Unión Monetaria», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.

países y tendría un impacto negativo sobre la región sin margen fiscal. Por el contrario, en una situación como la actual, en la que la tasa de inflación se encuentra por debajo de su objetivo de medio plazo y los tipos de interés están restringidos por la existencia de un límite inferior efectivo, no parece probable que fueran necesarias medidas restrictivas por parte de la autoridad monetaria ante un aumento moderado de la demanda interna. Por consiguiente, el impacto positivo de la expansión fiscal no solo sería más elevado en el conjunto de países que la lleva a cabo, sino que se extendería también al resto de los socios, dando lugar así a efectos de desbordamiento o *spillovers* positivos.

Las estimaciones realizadas mediante modelos econométricos sugieren que una expansión discrecional del gasto público en las grandes economías de la UEM produce, en promedio, un impacto cuantitativamente relevante sobre el PIB de sus países vecinos (véase recuadro 4.1)¹⁷. Si se atiende a los componentes del gasto público, se observa que los aumentos de la inversión presentan mayores efectos de desbordamiento que los del gasto público corriente¹⁸, de cuantía similar para el conjunto de la UEM y los países considerados. Estos resultados sugieren que la inversión pública, convenientemente dirigida hacia proyectos con capacidad de mejorar la eficiencia y la capacidad de crecimiento de la economía, podría ser el instrumento sobre el que articular una política coordinada de estímulo presupuestario, sobre la base de su expansión en aquellos países que cuenten con margen de maniobra presupuestario suficiente.

Los países que no cuentan con margen de maniobra fiscal deberían diseñar una estrategia de consolidación favorable al crecimiento económico. Dado que la combinación de instrumentos por el lado de los ingresos y gastos públicos influye sobre su impacto macroeconómico a corto y medio plazo, los países que deben seguir afrontando una consolidación presupuestaria en los próximos años deberían diseñar sus políticas fiscales de manera que asumieran una composición favorable al crecimiento económico. Por el lado de los ingresos, existen márgenes para recomponer la cesta de impuestos hacia estructuras más favorables al crecimiento potencial, que descansen en figuras impositivas menos distorsionantes del comportamiento de los agentes económicos¹⁹. En el lado del gasto, según los análisis pormenorizados llevados a cabo en algunas economías como España, Portugal o Italia²⁰, parece existir margen en estos países para aumentar la eficiencia del gasto público y reorientar su composición hacia aquellas partidas con mayor incidencia sobre la acumulación de capital físico, tecnológico y humano, y, en consecuencia, sobre la productividad total de los factores y el crecimiento económico a largo plazo.

En la UEM, el tono de la política fiscal es el resultado de la agregación de las políticas fiscales nacionales. Más allá del presupuesto de la UE, limitado y enfocado a actuaciones de política agraria y convergencia estructural, no existen instrumentos que permitan ejercer una función estabilizadora a escala agregada, si la situación del área en su conjunto así lo requiriese, bien por un deterioro extremo de la actividad económica, como ocurrió en el año 2008, bien por la necesidad de complementar la actuación de la política monetaria, como sucedería en la actualidad. La ausencia de instrumentos de política fiscal centralizados en la UEM limita las posibilidades de las actuaciones discrecionales en este

2.2 LOS PROBLEMAS DE IMPLEMENTACIÓN PRÁCTICA DE UNA POLÍTICA FISCAL COORDINADA EN LA UEM

17 Véase, para una perspectiva general, M. G. Attinasi, M. Lalik e I. Vettov (2017), *Fiscal spillovers in the euro area a model-based analysis*, Documentos de Trabajo, n.º 2040, Banco Central Europeo.

18 Definido como consumo público.

19 Véase P. Hernández de Cos y D. López Rodríguez (2014), *Estructura impositiva y capacidad recaudatoria en España: un análisis comparado con la UE*, Documentos Ocasionales, n.º 1406, Banco de España.

20 Véase, entre otros, C. Vandierendonck (2014), *Public Spending Reviews: design, conduct, implementation*, European Economy, Economic Papers, n.º 525. Para el caso español, véase OCDE (2015), *España: de la reforma administrativa a la mejora continua*, Estudios de la OCDE sobre Gobernanza Pública, París.

ámbito, que deben asumir la forma de acuerdos multilaterales *ad hoc*, que además descansen en los márgenes de maniobra disponibles a escala nacional.

El componente preventivo del PEC está orientado a la generación de márgenes de maniobra que puedan ser utilizados ante perturbaciones adversas. La vertiente preventiva del PEC se aplica con carácter general a los países que registran un déficit inferior al 3 % del PIB y su objetivo principal es que estos mantengan un saldo presupuestario estructural próximo al equilibrio o con superávit a medio plazo, denominado «objetivo de medio plazo». El cumplimiento de este objetivo debería permitir que los países generaran un margen de maniobra suficiente para que, en las fases de desaceleración, los estabilizadores automáticos pudieran operar plenamente sin comprometer la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo. No obstante, estos márgenes nacionales pueden no ser suficientes para afrontar determinadas perturbaciones. Además, como sucedió durante la última crisis, se pueden desencadenar procesos de desconfianza que incrementan las primas de riesgo de algunos países, lo que disminuye la efectividad de las políticas de estabilización nacionales²¹.

El Plan Europeo para la Recuperación Económica (PERE) constituyó un ejemplo de respuesta coordinada de los países europeos frente a la crisis financiera internacional. El PERE canalizó un conjunto de actuaciones dirigidas al estímulo de la demanda, por un montante estimado de un 1,5 % del PIB de la UE, en 2009-2010. En ausencia de un presupuesto central significativo, se acordó que el 85 % de este impulso se financiara con cargo a los presupuestos nacionales, mientras que el resto se financió con cargo al presupuesto comunitario²². Como consecuencia, los Gobiernos de los países de la UEM introdujeron medidas de estímulo de naturaleza muy diversa, que, en conjunto, ascendieron al 1,1 % y al 0,8 % del PIB en los años 2009 y 2010, respectivamente, según las estimaciones de la CE. Las simulaciones disponibles sugieren que el PERE tuvo un impacto positivo sobre el PIB de en torno a 0,5 pp en términos acumulados en 2009-2010²³. Aunque varios organismos internacionales sugirieron la conveniencia de llevar a cabo un mayor estímulo fiscal cuando se constató la gravedad de la crisis económica²⁴, pronto se pusieron de manifiesto las dificultades para movilizar recursos adicionales, dadas las dinámicas adversas de la deuda pública que comenzaron a registrar algunos países europeos, así como el incremento de sus primas de riesgo soberanas y las dificultades para acceder a los mercados financieros, lo que dejaba un escaso margen de maniobra para medidas adicionales dentro del marco de reglas presupuestarias del PEC.

Otra iniciativa coordinada, más reciente, fue el Plan de Inversión para Europa (conocido como «Plan Juncker»), puesto en marcha en abril de 2015 y aún en curso. Este plan es una iniciativa en la que se utiliza el presupuesto común europeo como garantía para movilizar inversiones privadas por importe de 500 mm de euros entre 2015 y 2020 (tras la ampliación acordada en 2016), al tiempo que contiene medidas orientadas a identificar y eliminar las barreras regulatorias a la inversión en la UE. El plan se marcó como objetivo movilizar proyectos de inversión con potencial de generación de valor añadido

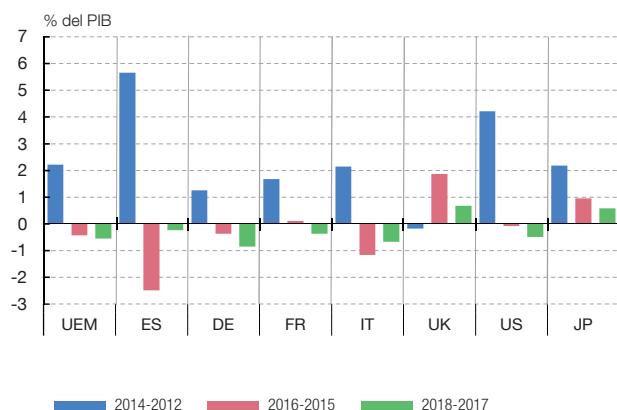
21 Véase P. de Grauwe (2012), «The governance of a fragile Eurozone», *Revista de Economía Institucional*, 13, pp. 33-41.

22 Véase Bouthevillain *et al.* (2009), *op. cit.*

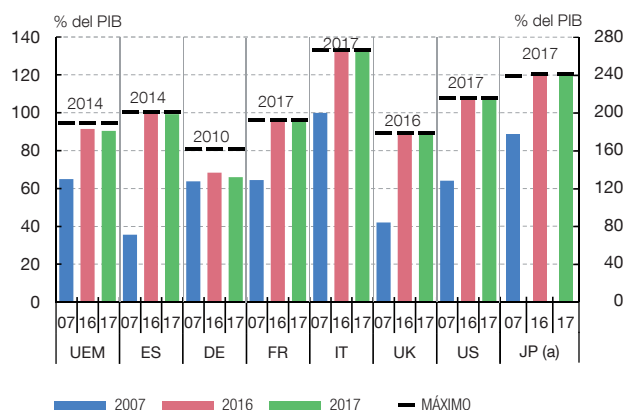
23 Véanse G. Coenen, R. Straub y M. Trabandt (2012), *Gauging the effects of fiscal stimulus packages in the euro area*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers 1061, y T. Cwik y V. Wieland (2011), «Keynesian Government Spending Multipliers and Spillovers in the Euro Area», *Economic Policy*, 26, pp. 495-549.

24 Véase, por ejemplo, C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton y J. Lee (2009), *The case for global fiscal stimulus*, IMF Staff Position Note SPN/09/03.

1 VARIACIÓN DEL SALDO PRIMARIO ESTRUCTURAL



2 DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



FUENTES: Comisión Europea y Fondo Monetario Internacional.

a Escala derecha.



elevado que, por su nivel de riesgo, no estuvieran recibiendo financiación, mediante la colaboración entre los sectores público y privado. A pesar de la complejidad de la gobernanza europea, este plan ha recibido una amplia aceptación por parte de los países miembros de la UE²⁵. No obstante, tras dos años de actuación, no se dispone de suficiente información para evaluar su efectividad, en particular en lo relativo a la capacidad que pueda estar teniendo para incentivar nuevos proyectos de inversión, en lugar de financiar proyectos que se hubieran realizado en cualquier caso²⁶.

Más recientemente, a finales de 2016, la CE publicó una Comunicación sobre la necesidad de una orientación más expansiva de la política fiscal en la UEM en 2017²⁷. De acuerdo con la Comisión, la coyuntura actual de la UEM resulta adecuada para que se realice una política fiscal de estímulo a la demanda agregada, en particular dada la situación de persistente crecimiento bajo y los reducidos tipos de interés vigentes. Esta propuesta de la CE parte de la constatación de que la política fiscal en la UEM ha pasado a presentar en los últimos años una orientación más neutral que la experimentada durante la crisis, en un contexto en el que la ratio de deuda pública sobre el PIB del agregado de la UEM se encuentra en una ligera trayectoria descendente (véase gráfico 4.5). En efecto, para el conjunto de la UEM, la Comisión estima que la política fiscal será ligeramente expansiva en 2017-2018, registrando un pequeño deterioro del saldo estructural primario público, en línea con el registrado en el bienio precedente, y en contraste con el sustancial ajuste implementado como reacción a la crisis de deuda soberana. En concreto, la CE considera que habría margen para una expansión adicional limitada, de aproximadamente 0,5 pp del PIB del área del euro en 2017, y que este impulso permitiría estimular el producto de manera que se reduciría la capacidad productiva ociosa (medida por el cierre de la brecha de producción), con un impacto asimismo positivo sobre la

25 Véase E. Rubio, D. Rinaldi y T. Pellerin-Carlin (2016), «Investment in Europe: making the best of the Juncker Plan (with case studies on digital infrastructure and energy efficiency)», *Notre Europe*, Jacques Delors Institute Studies and Reports 109.

26 Véanse las valoraciones realizadas por el *think-tank Bruegel*, en mayo y junio de 2016. En concreto, G. Claeys y A. Leandro (2016), «Assessing the Juncker Plan after one year», mayo de 2016, y «The Juncker Plan needs to be turned on its head», junio de 2016.

27 Disponible en: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14630-2016-INIT/en/pdf>.

	Deuda pública (% del PIB) (referencia: 60 %)	Saldo de las AAPP (% del PIB) (referencia: -3 %)	Saldo estructural (% del PIB) [1]	Distancia hasta el objetivo de medio plazo [1] – [2]	Variación del saldo estructural (% del PIB)	Indicador de sostenibilidad fiscal (S1) (a)	Compromiso adquirido		
							Objetivo de medio plazo (MTO) [2]	Objetivo de variación del saldo estructural	
								Vertiente correctiva	Vertiente preventiva
Grecia	178,8	-1,2	2,5	4,2	-3,0	4,5	-1,8	...	
Portugal	128,5	-1,8	-2,2	-2,5	-0,2	4,7	0,3	0,6	
España	99,2	-3,2	-3,4	-3,4	0,1	2,5	0,0	0,5	
Francia	96,4	-3,0	-2,4	-2,0	0,2	4,4	-0,4	0,9	
Bélgica	105,6	-1,9	-1,6	-1,6	0,6	3,8	0,0		0,6
Alemania	65,8	0,5	0,6	1,1	-0,3	-0,8	-0,5		0,0
Estonia	9,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-4,0	0,0		0,0
Irlanda	73,5	-0,5	-1,1	-0,6	0,6	2,7	-0,5		0,6
Italia	133,1	-2,2	-2,0	-2,0	-0,2	4,2	0,0		0,3
Chipre	103,4	0,2	-0,2	-0,2	-1,1	...	0,0		-0,4
Letonia	38,5	-0,8	-1,4	-0,4	-0,7	-2,1	-1,0		-0,2
Lituania	42,4	-0,4	-0,9	0,1	-0,7	0,5	-1,0		-0,2
Luxemburgo	22,0	0,2	0,4	0,9	-1,6	-4,4	-0,5		0,0
Malta	55,8	0,5	0,4	0,4	0,0	-0,2	0,0		0,6
Países Bajos	59,8	0,5	0,2	0,7	-0,4	0,6	-0,5		0,0
Austria	82,8	-1,3	-1,1	-0,6	0,0	1,3	-0,5		-0,1
Eslovenia	77,8	-1,4	-1,8	-2,1	-0,2	3,0	0,3		0,6
Eslovaquia	51,5	-1,3	-1,4	-0,9	0,1	-0,7	-0,5		0,5
Finlandia	65,5	-2,2	-1,3	-0,8	-0,5	2,6	-0,5		0,6

FUENTES: Banco de España y Comisión Europea.

a El indicador S1 elaborado por la CE mide el cambio en el saldo primario estructural que debería registrarse entre 2017 y 2031 para conseguir una ratio de deuda del 60 % en 2031. Además del valor del indicador, la columna incorpora un código de colores que representa la valoración global que la CE hace de los riesgos de sostenibilidad de cada país, siendo: rojo, riesgo alto; amarillo, riesgo medio; verde, riesgo bajo.

inflación²⁸. La CE propone también que este impulso lo lleven a cabo aquellos países que dispongan de espacio fiscal, esto es, de margen de maniobra presupuestario suficiente para no poner en riesgo la sostenibilidad de sus finanzas públicas y cumplir con los requisitos del PEC.

La implementación práctica de una actuación de política fiscal discrecional en la UEM como la propuesta por la CE se enfrenta a distintas dificultades institucionales. En primer lugar, ante la ausencia de un presupuesto común de la UE suficientemente potente, una actuación de este tipo conlleva la necesidad de realizar una asignación por países del impulso presupuestario. En segundo lugar, el impulso presupuestario debe ser compatible con el cumplimiento del PEC por parte de los países que lo llevaran a cabo. En otras palabras, de acuerdo con este criterio, solo dispondrían de margen presupuestario aquellos países que cumplieran con los requisitos del PEC, que podrían identificarse con aquellos que no presentan riesgos para la sostenibilidad de sus finanzas públicas. En la coyuntura actual, por ejemplo, los países que se encuentran en el componente correctivo del PEC —Francia, España y Portugal— presentan todavía una situación de «déficit excesivo» que les obliga a mantener un tono restrictivo de sus políticas fiscales (véase cuadro 4.3). Con respecto a los países que se encuentran en el componente preventivo, tan solo Alemania, Países Bajos

28 Según las estimaciones realizadas por la CE con el modelo QUEST. Véase http://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-research/macro-economic-models_en.

y Luxemburgo habrían alcanzado su objetivo de medio plazo, y dispondrían de una holgura de entre 0,5 pp y 1 pp del PIB respecto de ese objetivo. De acuerdo con estos márgenes, alcanzar un impulso fiscal como el pretendido por la Comisión Europea solo podría lograrse con una relajación presupuestaria muy significativa, de alrededor de 2 pp del PIB, en estos últimos países, lo que dificulta su aprobación política. El Consejo de la Unión Europea, en su reunión de enero de 2017, tomó nota de la recomendación de la CE, pero no la tradujo en recomendaciones concretas para los países miembros²⁹.

3 Los retos del marco presupuestario de la UEM

En esta sección se argumenta que resulta necesario avanzar en la mejora del marco de gobernanza de la política fiscal y en la creación de mecanismos de aseguramiento de carácter supranacional. Las limitaciones del marco presupuestario existente en la actualidad, destacadas en la sección anterior, ponen de manifiesto la necesidad de progresar hacia la creación de un mecanismo común de aseguramiento cíclico, que contribuya a paliar la ausencia de una capacidad fiscal centralizada en el seno de la UEM. Al mismo tiempo, se debe seguir avanzado en la simplificación y efectividad del marco de reglas fiscales.

3.1 HACIA LA CREACIÓN DE MECANISMOS DE ASEGURAMIENTO MUTUO

La introducción de mecanismos de carácter supranacional podría aumentar el alcance y la eficacia de la política fiscal en el seno de la UEM. En particular, estos mecanismos podrían incrementar la capacidad de la política presupuestaria para absorber de manera automática perturbaciones adversas a escala agregada (simétricas) o idiosincrásicas de algunos países (asimétricas), con el doble objetivo de suavizar los efectos en los países individuales y de salvaguardar la estabilidad de la UEM en su conjunto en casos extremos. Los mecanismos de compartición de riesgos o aseguramiento mutuo permiten suavizar la caída de la producción en un Estado o región determinado ante una perturbación adversa, de manera que esta acabe afectando en la menor medida posible a la renta y al consumo de los residentes en dicho Estado.

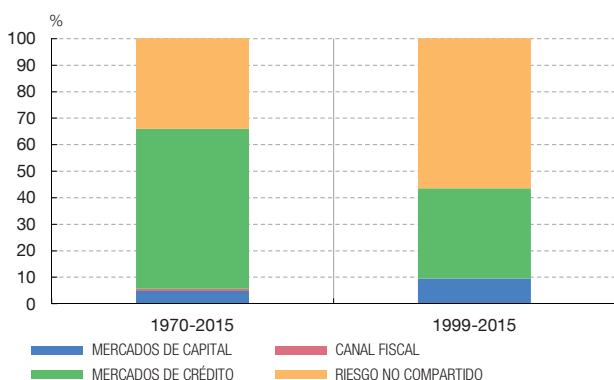
La diversificación de riesgos en uniones monetarias puede lograrse a través de una capacidad presupuestaria centralizada y también a través de canales privados. Por una parte, el impacto de una perturbación negativa en un país miembro de una unión monetaria puede moderarse si sus agentes residentes obtienen rentas — financieras o laborales — de otros países (regiones) no afectados por dicha perturbación (canal de rentas). Por otra parte, las empresas y hogares de la economía afectada pueden suavizar su consumo acudiendo a su ahorro o al mercado de crédito (canal de crédito). Lógicamente, cuanto mayor sea la integración financiera entre las regiones o la movilidad de la mano de obra, mayor será la potencia de estos dos canales. Finalmente, los efectos de una perturbación pueden verse amortiguados mediante transferencias fiscales procedentes del presupuesto central o federal, como en el caso de Estados Unidos (canal presupuestario).

Sin embargo, actualmente, los canales de compartición de riesgos (risk sharing) en la UEM son limitados, no solo en el ámbito del presupuesto público, sino también en lo referido a los de carácter privado. En el gráfico 4.6 se presentan estimaciones que muestran que la potencia de los mecanismos de compartición de riesgos existentes entre los países de la UEM es limitada, en comparación con dos uniones monetarias más completas, como Estados Unidos y Canadá³⁰ (Estados federales). Con respecto al canal de

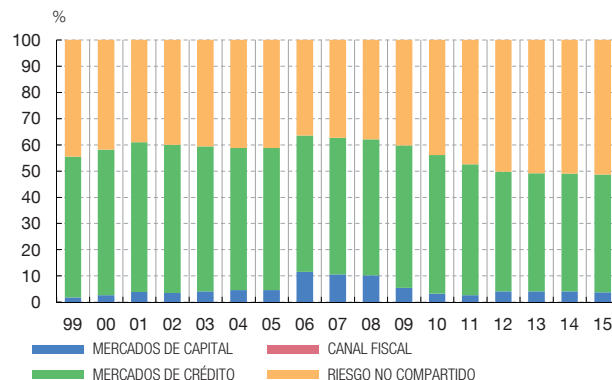
29 Véase <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/01/27-conclusions-annual-growth-survey/>.

30 Véase E. Gordo (2017), *Mecanismos de Risk-sharing en la UEM*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación, donde se realizan estimaciones tanto para la UEM como para Estados Unidos siguiendo la metodología propuesta por P. Asdrubali, B. E. Sørensen y O. Yosha (1996), «Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990», *The Quarterly Journal of Economics*, n.º 111, pp. 1081-1110. Los resultados que se presentan son robustos a distintos procedimientos de estimación empleados, y las conclusiones, similares a las obtenidas recientemente en otros trabajos, como P. Poncela, F. Pericoli, A. Manca y M. Nardo (2016), «Risk sharing in Europe», *Joint Research Centre*, European Commission.

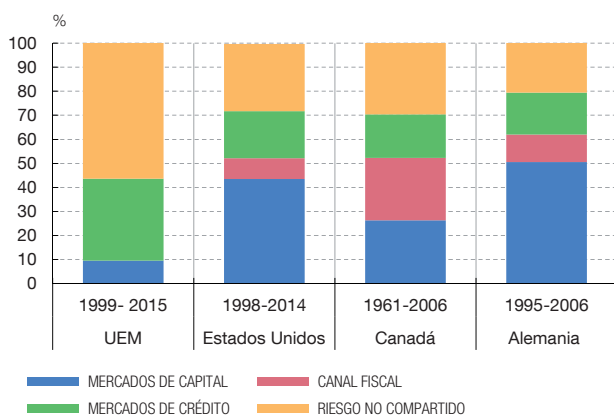
1 POTENCIA DE LOS CANALES DE RISK-SHARING EN LA UEM



2 EVOLUCIÓN DE LA POTENCIA DE LOS CANALES DE RISK-SHARING EN LA UEM



3 POTENCIA DE LOS CANALES DE RISK-SHARING



4 TAMAÑO DE LOS MECANISMOS DE RISK-SHARING FISCAL. ESTADOS UNIDOS Y CANADÁ (b)

%	Estados Unidos	Canadá
Von Hagen (1992)	10	—
Goodhart y Smith (1993)	11	17
Bayoumi y Mason (1995)	17	31
Melitz y Zummer (2002)	20	15
Obstfeld y Peri (1998)	10	13
Asdrubali, Sørensen y Yosha (1996)	13	—
Asdrubali y Kim (2004)	15	—
Poghosyan, Senhadji y Cotarelli (2016)	11	4
Gordo (2017)		
Metodología Asdrubali et al. (1996)	9	—
Metodología Poghosyan et al. (2016)	17	—

FUENTE: Banco de España.

a Estimado según la metodología de Asdrubali et al. (1996), que aproxima que el porcentaje de las perturbaciones que registra el PIB de una economía se traslada a la renta y a las decisiones de consumo de los residentes en esa economía. La potencia de cada canal se estima a partir de las siguientes ecuaciones:

$$\begin{aligned}
 1 \quad \Delta \text{PIB}_t - \Delta \text{PNB}_t &= V_{1t} + \beta_1 \Delta \text{PIB}_t + \varepsilon_{1t} \\
 2 \quad \text{PNB}_t - \Delta \text{PNN}_t &= V_{2t} + \beta_2 \Delta \text{PIB}_t + \varepsilon_{2t} \\
 3 \quad \Delta \text{PNN}_t - \Delta \text{RNN}_t &= V_{3t} + \beta_3 \Delta \text{PIB}_t + \varepsilon_{3t} \\
 4 \quad \Delta \text{RNN}_t - \Delta C_t &= V_{4t} + \beta_4 \Delta \text{PIB}_t + \varepsilon_{4t} \\
 5 \quad \Delta C_t &= V_{5t} + \beta_5 \Delta \text{PIB}_t + \varepsilon_{5t}
 \end{aligned}$$

dónde PIB es el producto interior bruto, PNB el producto nacional bruto, PNN el producto nacional neto, RNN la renta nacional neta y C el consumo total. Todas las variables se expresan en logaritmos y en desviaciones respecto al promedio del área del euro o, en su caso, de Estados Unidos. Los coeficientes β_1 , β_2 , β_3 , β_4 aproximan el riesgo compartido a través de los mercados de capital, la depreciación (sumada en el gráfico con el porcentaje de riesgo no compartido), las transferencias fiscales y los mercados de crédito, respectivamente. El coeficiente β_5 mide el porcentaje de riesgo no compartido.

b El cuadro muestra la potencia del canal presupuestario de risk-sharing (véase nota a). Los artículos citados en el panel son los siguientes: P. Asdrubali, B. E. Sørensen y O. Yosha (1996), «Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990», *Quarterly Journal of Economics*, 111, pp. 1081-1110; P. Asdrubali, y S. Kim (2004), «Dynamic risk sharing in the United States and Europe», *Journal of Monetary Economics*, 51, pp. 809-836; T. Bayoumi y P. Masson (1995), «Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons from Monetary Union in Europe», *European Economic Review*, 39, pp. 253-274; C. Goodhart y S. Smith (1993), «Stabilization», en *The Economics of Community Public Finance*, European Economy Reports and Studies, 5, pp. 417-455, Bruselas, Comisión Europea; J. Melitz, y F. Zumer (2002), «Regional Redistribution and Stabilization by the Centre in Canada, France, the U.K. and the U.S.: A Reassessment and New Tests», *Journal of Public Economics*, 86, pp. 263-284; M. Obstfeld y G. Peri (1998), «Regional Non-Adjustment and Fiscal Policy», *Economic Policy*, 26, pp. 205-269; J. von Hagen (1992), «Fiscal Arrangements in a Monetary Union: Evidence from the US», en *Fiscal Policy, Taxes, and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, ed. Don Fair y Christian de Boissieux (Kluwer, Londres); T. Poghosyan, A. Senhadji y C. Cottarelli (2016), *The Role of Fiscal Transfers in Smoothing Regional Shocks: Evidence from Existing*, IMF Working Paper n.º 16/141.



rentas, el grado de aseguramiento que se deriva por esta vía es comparativamente reducido en el caso europeo y, aunque mostró una tendencia creciente en los años previos a la crisis como consecuencia del aumento de la integración financiera, posteriormente se redujo, manteniéndose muy alejado de los niveles que se aprecian en Estados Unidos. La justificación puede deberse al mayor sesgo nacional que todavía existe en el ámbito de la UEM frente a esas dos federaciones³¹, así como a la mayor concentración de las inversiones transfronterizas (dentro de la misma área del euro) en unos pocos Estados en el caso europeo. Por su parte, el canal presupuestario es prácticamente inexistente en la UEM, mientras que en Estados Unidos se estima que permite amortiguar entre un 10 % y un 20 % de las perturbaciones adversas (véase gráfico 4.6, panel 4), llegando a alcanzar más del 20 % en el caso de Canadá³². De este modo, el canal crediticio constituye la única vía para amortiguar perturbaciones entre los países de la UEM. No obstante, el porcentaje de riesgo compartido a través de este canal también es muy bajo en relación con lo que se observa en otros países, de manera que, en promedio, entre un 40 % y un 60 % de una perturbación adversa que sufra un país de la UEM se traduce en una caída del consumo de dicho país, dependiendo del período considerado, frente al 20 %-30 % observado en Estados Unidos.

Además, la potencia de los canales privados se redujo durante la crisis, lo que aconseja que se avance en la integración de los mercados de capitales en la UEM. Como se aprecia en el panel 2 del gráfico 4.6, la potencia de los dos canales privados considerados se redujo durante la crisis, lo que podría reflejar, entre otros factores, los procesos de fragmentación financiera derivados de la pérdida de confianza inversora en algunos de los países del área y en sus sistemas bancarios, que acabó provocando una renacionalización de los flujos financieros. En este sentido, el desarrollo de una unión bancaria completa y la iniciativa de la unión de mercados de capital deberían contribuir de manera decisiva al fortalecimiento de los canales privados de compartición de riesgo, complementando los mecanismos paneuropeos de aseguramiento mutuo de naturaleza pública³³.

Existen diversas alternativas para la construcción de mecanismos de aseguramiento público entre países dentro de una unión monetaria, que requieren grados de ambición política muy diversos³⁴. Por una parte, se han formulado propuestas de máximos, consistentes en la creación de un gobierno económico para la UEM, con un presupuesto propio y amplio, y responsable de una agencia de deuda europea encargada de emitir instrumentos de deuda conjuntos. Por otra, se ha planteado introducir herramientas de seguro frente a perturbaciones cíclicas (como un seguro de desempleo), en forma de fondos de contingencia (en el espíritu de los fondos de estabilización —*rainy day funds*— de Estados Unidos), o mediante emisiones de deuda con responsabilidad compartida (Eurobonos³⁵). Estos últimos esquemas, que pueden diseñarse sin que impliquen

31 Véase D. Valiante, A. Wambach, E. L. von Thadden, S. Steffen y P. Hartmann (2016), *Europe's Untapped Capital Market: Rethinking integration after the great financial crisis*, Centre for European Economic Research, Policy Report.

32 Según las estimaciones de F. Balli, S. A. Basher y J. L. Rosmi (2012), «Channels of risk-sharing among Canadian provinces: 1961-2006», *Empirical Economics*, pp. 1-25.

33 E. Fahri e I. Werning (2012), *Fiscal Unions*, NBER Working Paper n.º 18280, muestran que incluso si los mercados de capital estuvieran totalmente integrados, un sistema que descansase solo sobre mecanismos privados no sería óptimo, porque los agentes no internalizan las ventajas de la estabilidad macroeconómica. Un mecanismo de seguro fiscal conduciría a un sistema más eficiente.

34 Véase el llamado «Informe de los Cinco Presidentes», *Realizar la Unión Económica y Monetaria*, publicado en 2015 y disponible en http://www.consilium.europa.eu/es/european-council/president/pdf/5-presidents-report-es_pdf/.

35 Sobre este asunto, véase, por ejemplo, S. Claessens, A. Mody y S. Vallee (2012), «Making sense of Eurobond proposals», disponible en <http://voxeu.org/article/making-sense-eurobond-proposals>.

grandes cambios en la estructura institucional de la UEM ni transferencias de renta permanentes entre los países miembros, permitirían atenuar los efectos nacionales de perturbaciones transitorias.

Una alternativa, cuya implementación podría ser factible, sería la creación de una facilidad o fondo de estabilización que se activara de manera automática, simple y transparente cuando se cumplieran determinadas condiciones. La literatura destaca algunas características que debería tener un mecanismo de esta naturaleza. En particular, de acuerdo con la evidencia empírica sobre la efectividad de los estímulos fiscales, cualquier acción estabilizadora presenta mayor efectividad cuanto más oportuna, transitoria y focalizada es, como se ha discutido en la sección 2.1, características que cumplen mejor los instrumentos automáticos que los discrecionales. Por otra parte, esta herramienta debe diseñarse de forma que se minimicen los problemas de «riesgo moral» (*moral hazard*), de manera que se preserven los incentivos a implementar políticas económicas disciplinadas. Por ello, se debe buscar que el sistema sea neutral en términos de sus implicaciones presupuestarias en un horizonte temporal amplio, esto es, que no conlleve transferencias permanentes entre Estados, a diferencia del presupuesto europeo actual, en el que existen contribuyentes y perceptores netos. Sin embargo, ello no quiere decir que el mecanismo no pueda desempeñar funciones de estabilización intertemporal, además de espacial, en el sentido de que se puedan acumular fondos en las fases alcistas del ciclo, que se utilizarían en los momentos adversos.

En particular, en la literatura se han propuesto mecanismos que toman la situación de holgura cíclica de la economía como el criterio para realizar aportaciones y reembolsos de fondos de este tipo. En este sentido, en el cuadro 4.4 (panel izquierdo) se ilustra qué hubiera ocurrido si algunos de estos mecanismos hubieran estado en vigor desde la creación de la UEM. En concreto, se calcula, bajo distintos supuestos, cuáles habrían sido las aportaciones y los fondos recibidos por los distintos países de la UEM, en su composición actual, en términos acumulados en el período 1999-2015. En el primero de los esquemas simulados (véase esquema 1, en el panel izquierdo del cuadro 4.4), los países contribuyen a un fondo común con una aportación fija, del 1 % de su PNB — tamaño similar al que ahora presenta el presupuesto europeo —, y reciben una transferencia si su posición cíclica, aproximada por la brecha de producción (*output gap*), es negativa. Esta transferencia dependerá del tamaño del país, de la magnitud de dicha brecha y de la cuantía de los fondos acumulados. En el resto de los esquemas simulados, tanto las aportaciones como las transferencias recibidas por los países dependen de su brecha de producción, de modo que dichas transferencias se calculan con el objetivo de reducir un 25 % el tamaño de aquella³⁶.

Un mecanismo de estas características, con un tamaño relativamente moderado, permitiría alcanzar en la UEM una potencia de estabilización similar a la de las transferencias del presupuesto federal en Estados Unidos. En efecto, como se ha mencionado anteriormente, en este caso el canal presupuestario permite absorber entre un 10 % y un 20 % de las perturbaciones adversas que recibe el país, mientras que los esquemas 2 y 3 del cuadro 4.4 (panel izquierdo) simulados para la UEM presentan una capacidad de estabilización del 15 % y del 18 %, respectivamente, con aportaciones presupuestarias que en promedio se habrían situado por debajo de 0,5 pp del PIB en

³⁶ En ningún caso se permite que el fondo presente un saldo negativo: en esa situación se ajustarían a la baja proporcionalmente las transferencias que reciben los países con brecha de producción negativa.

	Esquemas de aseguramiento cíclico (basados en la brecha de producción) (a)						Esquemas de subsidio común de desempleo (b)			
	Esquema 1		Esquema 2		Esquema 3		Esquema 1		Esquema 2	
	Aportación	Recepción	Aportación	Recepción	Aportación	Recepción	Aportación: Cotización por remuneración de asalariados (c)	Recepción: En función de la tasa de paro de corto plazo	Aportación: Cotización por remuneración de asalariados (d)	Recepción: En función de la tasa de paro de corto plazo
Área del euro	1,0	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Bélgica	1,0	0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4
Alemania	1,0	0,7	0,1	0,2	0,1	0,2	0,5	0,3	0,4	0,3
Estonia	0,9	1,3	0,8	0,3	0,8	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
Irlanda	0,9	1,0	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4
Grecia	1,0	2,5	0,3	0,5	0,3	0,6	0,4	0,6	0,5	0,6
España	1,0	2,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	1,1	1,0	1,1
Francia	1,0	0,5	0,3	0,1	0,4	0,0	0,5	0,6	0,6	0,6
Italia	1,0	1,1	0,2	0,2	0,1	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
Chipre	1,0	0,9	0,4	0,1	0,3	0,2	0,4	0,6	0,5	0,6
Letonia	0,9	2,1	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,6	0,6	0,6
Lituania	0,9	2,3	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,6	0,6	0,6
Luxemburgo	1,0	1,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2
Malta	0,9	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3
Países Bajos	1,0	1,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4
Austria	1,0	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3
Portugal	1,0	1,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,5
Eslovenia	1,0	1,0	0,3	0,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,4
Eslovaquia	0,9	1,0	0,3	0,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5
Finlandia	1,0	0,9	0,2	0,2	0,3	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6
Pro memoria:										
Capacidad de estabilización (e)	0,37		0,15		0,18		0,08		0,02	

FUENTE: Banco de España. Para los detalles metodológicos de los cálculos mostrados, véase Gordo (2017).

- a En el esquema 1, los países realizan una aportación fija del 1 % del PNB y reciben una transferencia cuando su brecha de producción es negativa. La cuantía de la prestación se determina en función del tamaño del país, de la brecha de producción y del tamaño del fondo. En el esquema 2 [véase N. Carnot, P. Evans, S. Fatica y G. Mourre, (2015) «Income insurance: a theoretical exercise with empirical application for the euro area», *European Economy*, 546, Comisión Europea], los países realizan aportaciones al fondo si presentan una brecha de producción positivo, mientras que reciben una transferencia si este es negativo. La cuantía de la transferencia y de la aportación de cada país es el 25 % del tamaño de la brecha de producción. El esquema 3 es similar, solo que en este caso las desviaciones se calculan en términos relativos, esto es, contribuyen al fondo los países que presentan una brecha de producción superior al promedio de la UEM, y perciben transferencias aquellos con una brecha de producción inferior al promedio de la UEM. La cuantía de la aportación o de la transferencia es el 25 % de la diferencia entre ambas brechas de producción.
- b En ambos casos, las transferencias que recibe cada país se determinan en función de su nivel de desempleo de corto plazo y del salario medio de la economía, con un factor de corrección de 0,8, bajo el supuesto de que los individuos desempleados tienen salarios inferiores al promedio. También se asume una tasa de cobertura del sistema del 0,4 % y una tasa de reemplazamiento (nivel de la prestación sobre el salario previo) del 0,5 %.
- c La cotización es la misma para todos los países y varía en el tiempo para equilibrar el saldo del fondo en el promedio de cinco años.
- d La cotización es distinta para los países, con el objetivo de equilibrar el saldo del país en el fondo en promedio de cinco años.
- e Véanse las notas al pie del gráfico 4.6. La capacidad de estabilización se refiere al porcentaje de la perturbación adversa que se suaviza con cada esquema, donde 1 representaría el máximo posible (un 100 %).

el período temporal considerado. Estos dos esquemas mantienen un equilibrio entre el agregado de aportaciones realizadas por todos los países y el de los reembolsos, así como una proporción aproximada entre las aportaciones y los reembolsos individuales de los países, de manera que no existan transferencias permanentes entre países a lo largo del tiempo. Por su parte, el esquema 1 es más ambicioso en cuanto a las aportaciones que han de realizar los países, aunque no mantiene una simetría entre estas y los reembolsos, si bien la capacidad de estabilización de este esquema sería superior (cerca del 40 %).

Algunos trabajos de la literatura han propuesto la creación de un seguro común de desempleo. Frente a los fondos que toman la brecha de producción como variable de referencia, este tipo de esquema presenta la ventaja de basarse en el nivel de desempleo, que es una variable directamente observable. El principal reto que plantea este esquema en el contexto de la UEM es evitar que tenga efectos redistributivos entre países, ante la heterogeneidad existente en las instituciones del mercado de trabajo y en los niveles de desempleo de partida. Por ello, se propone que se diseñen estos mecanismos como un complemento a los seguros de desempleo nacionales que se activa en circunstancias adversas, como sucede en el caso de Estados Unidos, donde el sistema de seguro de desempleo es competencia de los Estados federados, si bien el Gobierno central los complementa mediante préstamos o transferencias directas cuando se producen aumentos notables del desempleo (véase recuadro 4.2). Asimismo, se han propuesto esquemas que garanticen la neutralidad presupuestaria entre países mediante contribuciones variables que se ajustan con posterioridad. En el cuadro 4.4 (panel derecho) se ha simulado el funcionamiento que habrían tenido dos fondos con estas características durante el período desde la puesta en marcha de la UEM. La capacidad estabilizadora de este tipo de mecanismos sobre la renta agregada de la economía resulta inferior a la de los fondos discutidos con anterioridad. No obstante, en relación con su posible impacto sobre la actividad económica, cabe resaltar que, en este caso, las transferencias las percibirían directamente los agentes que, en principio, presentan una elevada propensión al gasto, como es el caso de individuos desempleados o sujetos a restricciones de crédito o liquidez, de modo que su impacto económico podría resultar significativo.

Los mecanismos de aseguramiento multilateral discutidos presentan, no obstante, algunos problemas comunes. Por una parte, los esquemas cuyo funcionamiento se basa en la brecha de producción plantean las dificultades derivadas de la estimación en tiempo real de esta variable, que no es directamente observable y que está sujeta a sustanciales revisiones³⁷. Estas dificultades pueden derivar en problemas de gestión del fondo, en particular en relación con el cálculo de las aportaciones y de las cuantías que se han de percibir. En este sentido, se pueden extraer algunas lecciones de la experiencia con los *rainy day funds* estatales en Estados Unidos³⁸. En primer lugar, la normativa de retirada de fondos debe ser muy estricta y definirse de manera precisa en la legislación aplicable. En segundo lugar, la cuestión de quién debe regular y controlar el uso de los fondos también es relevante. En el caso de la UE, en caso de plantearse una opción de este tipo, debería clarificarse la entidad legal del fondo y el papel de las instituciones supranacionales, como la CE, en la autorización de las peticiones de retirada de fondos y las normas que regulasen las aportaciones concretas. Por su parte, la implementación de un mecanismo basado en el nivel de desempleo resulta más compleja, en un contexto de heterogeneidad de la legislación del mercado de trabajo, ya que se deben evitar contribuciones netas del mismo signo persistentes para determinados países, al tiempo que sería conveniente incorporar elementos de condicionalidad vinculados a mejoras en dicha legislación³⁹.

Por otra parte, los mecanismos anteriores pueden no ser suficientes para afrontar crisis de gran magnitud o con ramificaciones en el sector financiero, como la iniciada en 2008. Desde este punto de vista, el área del euro se ha dotado de un mecanismo de

37 Véase P. Hernández de Cos, A. Lacuesta y E. Moral-Benito (2016), *An exploration of real-time revisions of output gap estimates across European countries*, Documentos Ocasionales, n.º 1605, Banco de España.

38 Véase P. Hernández de Cos y J. J. Pérez (2015), «Reglas fiscales, disciplina presupuestaria y corresponsabilidad fiscal», *Papeles de Economía Española*, n.º 143, pp. 174-184.

39 Véase T. Boeri y J. F. Jimeno (2016), «Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis», *Labour Economics*, 41, pp. 32-46.

gestión de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que también incrementa la capacidad de la UEM para afrontar perturbaciones asimétricas más graves. Se trata de un instrumento permanente de resolución de crisis financieras en los países de la zona del euro, que está plenamente operativo desde julio de 2013, y cuyo fin esencial es canalizar la asistencia financiera a los países del área que la requieran, sujeta a condicionalidad. Asimismo, se ha llevado a cabo la reforma del marco de supervisión financiera en la Unión Europea, para que las actuaciones del sector financiero no desemboquen en riesgos de carácter sistémico. Finalmente, para limitar las dinámicas perversas de realimentación entre riesgo bancario y soberano y las implicaciones sistémicas de entidades con fuertes vínculos transfronterizos, se ha avanzado en el proyecto de una unión bancaria, que, en estos momentos, ya cuenta con un mecanismo único de supervisión, un mecanismo de gestión y resolución de entidades en crisis, y que deberá dotarse de un fondo común de garantía de depósitos.

**El marco de reglas fiscales se mostró insuficiente para generar márgenes de manio-
bra precautorios de magnitud suficiente en el período anterior a la crisis.** Asimismo, el marco vigente en ese momento condujo, dada la ausencia de instrumentos adicionales, a la aplicación de políticas fiscales procíclicas durante las fases más recesivas de la crisis (véase gráfico 4.7). Si bien estas políticas fueron, en buena medida, necesarias para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en la UEM y la credibilidad misma del proyecto común europeo, pudieron haber contribuido a amplificar los efectos de la propia recesión. Los problemas de diseño se han visto reforzados por las deficiencias en la implementación de las reglas, derivadas de una aplicación excesivamente discrecional.

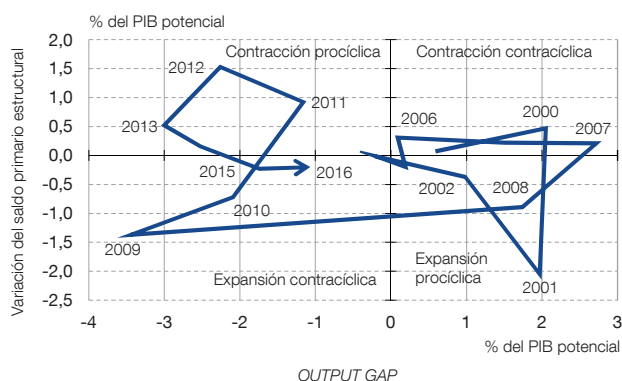
**En los últimos años se ha llevado a cabo una profunda revisión de la gobernanza
presupuestaria, entre cuyos cambios destacan la introducción de una regla de gasto
en el componente preventivo del PEC y la concreción del criterio de deuda pública⁴⁰.** El peso reforzado que se concede al seguimiento del gasto público se justifica por el hecho de que gran parte de las desviaciones que se producen en la ejecución presupuestaria de la mayoría de los países se focalizan en esta variable⁴¹. Asimismo, se ha introducido un elemento de mayor concreción en el criterio para corregir los niveles de deuda pública cuando estos se desvían de la referencia de medio plazo (60 % del PIB), consistente en establecer una senda de convergencia gradual hacia dicha referencia (en particular, mediante una reducción anual de una veinteaava parte de la distancia pendiente). Estas nuevas reglas se añaden al requisito de mantenimiento de un saldo estructural próximo al equilibrio en el medio plazo, que constituye un elemento central del procedimiento de supervisión, y a los criterios tradicionales de referencia de mantener un déficit inferior al 3 % del PIB y una deuda pública de menos del 60 % del PIB. Además de las reglas descritas, las recientes reformas del PEC han incorporado un conjunto de procedimientos muy detallados para determinar si un país cumple con ellas, y si le resultan de aplicación los criterios de flexibilidad que se contemplan.

**Existe un amplio consenso sobre la necesidad de simplificar el marco actual de re-
glas fiscales.** La estrategia adoptada de reforma incremental ha derivado en un entramado de normas y procedimientos que en la práctica resulta muy complejo y que dificulta la transparencia, la automaticidad y la objetividad en la aplicación de las reglas y, por tanto, su credibilidad. De hecho, los estudios que han analizado este marco en comparación con

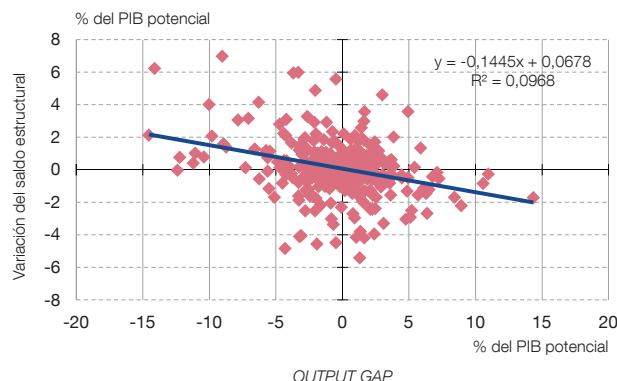
40 Véase P. García Perea y E. Gordo (2016), «Los mecanismos de supervisión presupuestaria en la UEM», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.

41 Véase S. Hauptmeier, J. Sánchez Fuentes y L. Schuknecht (2011), «Towards expenditure rules and fiscal sanity in the euro area», *Journal of Policy Modelling*, 33, pp. 597-617.

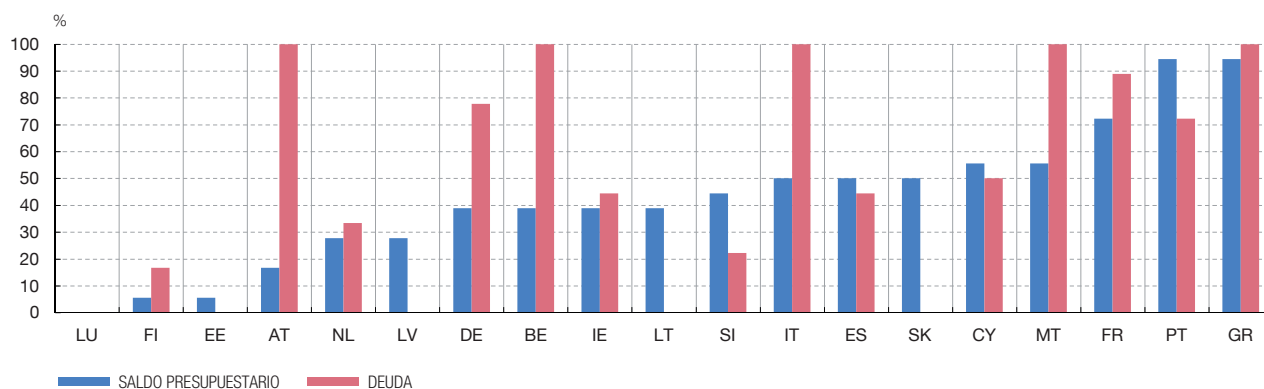
1 SITUACIÓN FISCAL Y OUTPUT GAP DE LA UEM



2 SITUACIÓN FISCAL Y OUTPUT GAP



3 PORCENTAJE DE INCUMPLIMIENTOS DE LOS CRITERIOS DE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA (a)



FUENTE: AMECO.

a Porcentaje de años entre 1999 y 2016 en los que el déficit público fue superior al 3% del PIB y la ratio de deuda fue superior al 60% del PIB.

[Descargar](#)

el existente en Estados federales muestran cómo el marco fiscal europeo incorpora un número de reglas fundamentales mucho más elevado⁴².

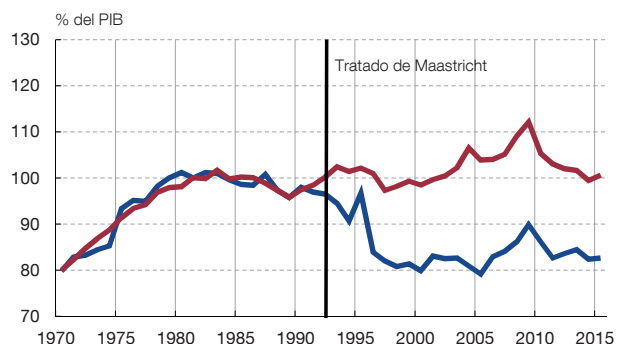
Desde diversos ámbitos, se ha propuesto recientemente un sistema con una única ancla —la deuda pública— y una regla operativa —la regla de gasto—⁴³. El diseño habitual de este tipo de reglas establece que el crecimiento del gasto público, una vez que se excluyen total o parcialmente determinadas partidas, como las de inversión o las relacionadas con el desempleo, no puede superar un límite de referencia, calculado a partir del crecimiento potencial o de medio plazo de la economía⁴⁴. Además, estas reglas pueden incorporar un factor de corrección que impone un límite más restrictivo al

42 Por ejemplo, L. Eyraud y R. Gómez (2014), «Constraints on subnational fiscal policy», en C. Cotarelli y M. Guerguil (eds.), *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the experience of Fiscal Federations*, Routledge, Londres, muestran que, en general, los Estados federales cuentan con dos reglas fiscales, mientras que, en el marco europeo, según estos autores, existen seis (nivel de déficit, ratio de deuda, objetivo de medio plazo —OMP—, senda de ajuste hacia el OMP, requisito de reducción de la deuda y regla de gasto).

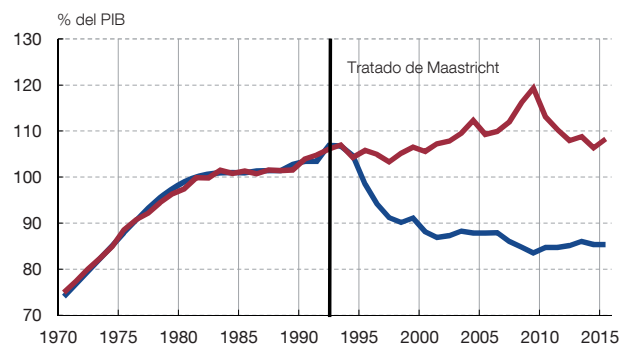
43 Véase, entre otros, L. Odor (2014), *The good, the bad and the ugly: lessons from the first phase of implementation of the new European fiscal framework*, Slovak Council for Budget Responsibility.

44 Véanse P. Hernández de Cos (2011), «La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, y G. Claeys, Z. Darvas y A. Leandro (2016), *A proposal to revive the European fiscal framework*, Bruegel Policy Contribution, n.º 3.

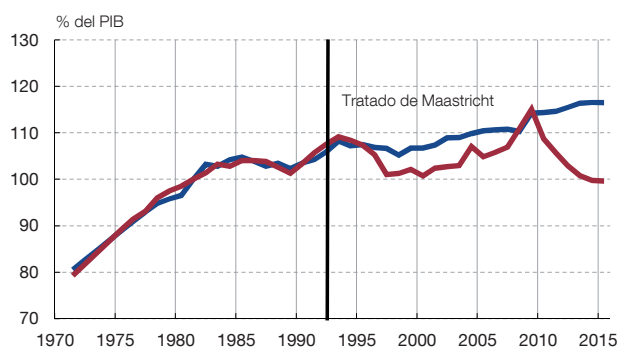
1 PAÍSES BAJOS



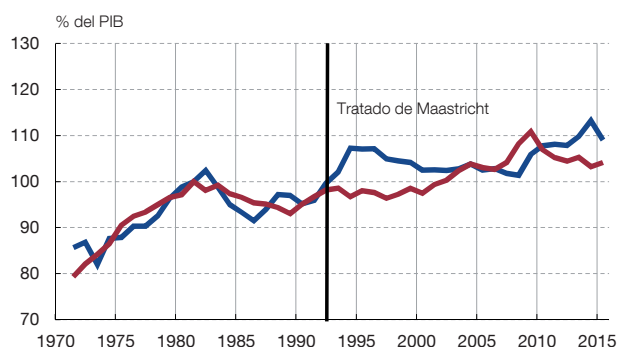
2 SUECIA



3 FRANCIA



4 DINAMARCA



— OBSERVADO

— INDICADOR SINTÉTICO (a)

FUENTE: C. Fernández, P. García Perea y E. Gordo (2017), *Do expenditure rules boost fiscal consolidation?*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

a El método de análisis o control sintético se ha desarrollado en el ámbito de la evaluación de políticas que afectan a unidades agregadas —ciudades, regiones o países— y se basa en la comparación de la evolución de las variables de interés en la unidad afectada por la intervención pública (en este caso, la puesta en marcha de una regla de gasto) con una unidad sintética, que se construye a partir de un grupo de control de unidades que no se vieron afectadas por dicha intervención y que para el período anterior a la intervención reproduce de manera razonable el comportamiento de las variables de interés de unidad afectada por la intervención (en este caso, el gasto público primario ajustado de ciclo). En este caso, el indicador sintético para cada uno de los países tratados (Países Bajos, Dinamarca, Francia y Suecia) se ha construido considerando en el grupo de control los países que en 1992 firmaron el Tratado de Maastricht, pero que no introdujeron en la década de los noventa la regla de gasto (Bélgica, Irlanda, España, Austria, Alemania, Grecia, Italia, Portugal y Reino Unido). Los pesos que reciben las distintas unidades dentro del indicador sintético se obtienen minimizando durante el período previo a la intervención (1979-1991) la distancia entre el país tratado y el indicador sintético en la variable objetivo, y los determinantes que se consideran en el análisis.

Descargar

crecimiento del gasto para los países con una ratio de deuda superior al valor de referencia, o límites adicionales para determinadas partidas presupuestarias. Su principal ventaja es que contribuyen a limitar el sesgo procíclico de las fases expansivas al impedir que los ingresos de carácter extraordinario se dediquen a incrementar el gasto público. En este sentido, la literatura empírica sugiere que los marcos fiscales que incorporan reglas de gasto suelen presentar mejores resultados en términos de sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas, al tiempo que generan una menor volatilidad de la actividad económica⁴⁵.

45 Véase T. Cordes, M. T. Kinda, M. P. Muthoora y A. Weber (2015), *Expenditure rules: effective tools for sound fiscal policy?*, International Monetary Fund, Working Paper n.º 15/29.

No obstante, una regla de gasto, por sí sola, podría no ser suficiente para garantizar mejoras significativas en el funcionamiento del marco de supervisión fiscal europeo.

En el gráfico 4.8 se presenta evidencia basada en la metodología de «control sintético»⁴⁶ para evaluar el impacto de la introducción de una regla de gasto sobre la evolución del gasto público en determinados países. La estimación se realiza con datos para el conjunto de países de la UE y el análisis se centra en el comportamiento del gasto público tras la firma del Tratado de Maastricht en 1992, cuando un conjunto de países (Países Bajos, Suecia, Dinamarca, Francia y Finlandia) decidieron introducir una regla de gasto, para facilitar sus procesos de consolidación fiscal con los que cumplir con los criterios de convergencia. Los resultados permiten identificar cómo en solo dos de estos países —Países Bajos y Suecia— la adopción de la «regla de gasto» parece haber contribuido a mantener un ajuste permanente de esta variable, respecto a la evolución del grupo de control o sintético. En cambio, en Francia y en Dinamarca la introducción de la regla de gasto no supuso una evolución más favorable de esta variable respecto a dicho grupo de control, bien porque la cobertura de las partidas de gasto afectadas por la regla fue limitada, o bien porque el compromiso político para implementarla fue menor.

La literatura especializada revela la conveniencia de reforzar las reglas fiscales con elementos adicionales que garanticen su cumplimiento.

En este sentido, la introducción en los últimos años de consejos fiscales independientes, a escala tanto nacional como europea, incluyendo el reforzamiento de los poderes de la CE en la supervisión de los países miembros, permite reforzar el marco institucional. La evidencia disponible indica que las autoridades nacionales, en la medida en que pueden desarrollar un mejor acceso y conocimiento de los datos, los procesos presupuestarios y la legislación nacional, suelen estar menos sujetas a los sesgos que habitualmente se detectan en los análisis, siempre que se garantice su independencia tanto formal como operativa⁴⁷. El recuadro 4.3 revisa algunos de los argumentos que se han planteado recientemente en la literatura académica de cara a garantizar una mayor eficacia en sus labores de supervisión y control en el diseño y utilización de determinados instrumentos fiscales.

⁴⁶ Véase la explicación de este método que se proporciona en el gráfico 4.8.

⁴⁷ Véanse E. Gordo, P. Hernández de Cos y J. J. Pérez (2015), «Instituciones fiscales independientes en España y en la UEM», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España; J. Von Hagen (2010), «Sticking to fiscal plans: the role of institutions», *Public Choice*, 144, pp. 487-503, y R. Merola y J. J. Pérez (2013), «Fiscal forecast errors: governments versus independent agencies?», *European Journal of Political Economy*, 23, pp. 285-299.

El signo y el tamaño de los efectos de desbordamiento de la política fiscal interna depende, entre otros factores, del impacto que esta tenga sobre el crecimiento del propio país que la aplica, su grado de apertura y su tamaño, la capacidad de sustituir bienes nacionales por foráneos, así como de la posición cíclica de cada economía y de la reacción del resto de políticas económicas disponibles, en particular de la política monetaria. Los modelos teóricos sugieren que el impacto de los efectos de desbordamiento sería reducido, salvo en los períodos en los que la política monetaria se encuentra restringida¹. Por su parte, la evidencia empírica encuentra efectos transfronterizos positivos².

- 1 Véanse O. Blanchard, C. J. Erceg y J. Lindé, (2015), *Jump starting the euro area recovery: would a rise in core fiscal spending help the periphery?*, NBER WP 21426; Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas, «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277; J. in't Veld (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*, *European Economy, Economic Papers*, n.º 506.
- 2 Véase A. J. Auerbach y Y. Gorodnichenko (2013), «Output spillovers from fiscal policy», *American Economic Review*, 103 (3), pp. 141-146.

El análisis recogido en este recuadro³ utiliza una base de datos de periodicidad trimestral de reciente creación, que cubre el período 1980-2016, con información detallada de variables de las AAPP comparable para las cuatro economías más grandes de la UEM, para analizar el impacto macroeconómico que una expansión del gasto público (definido como la suma de consumo e inversión públicos) en un país puede tener sobre la actividad económica del resto de países. Para ello, se estima un modelo econométrico que relaciona el PIB del país receptor del impacto con la variación exógena del gasto público originada en cada uno de los otros países considerados, teniendo en cuenta la situación económica del país receptor⁴. Esta información detallada de los impactos cruzados entre países se puede sintetizar según el país de origen de la

- 3 Basado en M. Alloza, P. Burriel y J. J. Pérez (2017), *Coordinated Fiscal Policies in the Euro Area: Revisiting the Size of Spillovers*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

- 4 Las ecuaciones se estiman por el método de proyecciones locales de Ò. Jordà (2005), «Estimation and inference of impulse responses by local projections», *American Economic Review*, 95, pp. 161-182.

EFECTOS DE DESBORDAMIENTO DEL GASTO PÚBLICO (a)

Cuadro 1
POR PAÍSES

	Sobre el PIB						Sobre las exportaciones					
	Por origen			Por destino			Por origen			Por destino		
	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años
Alemania	0,0	0,2	0,5	0,0	0,7	1,8	0,0	0,2	0,5	0,1	0,9	2,4
Francia	0,2	-0,1	1,2	0,0	0,3	0,7	0,5	0,7	3,4	0,0	0,3	0,6
Italia	-0,1	0,4	0,9	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,6	1,1	0,0	0,1	0,1
España	0,1	0,8	1,6	0,1	0,2	0,6	-0,3	0,2	1,0	0,0	0,1	0,3
TOTAL	0,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,8	0,1	0,4	1,5	0,0	0,3	0,9

Cuadro 2
POR PAÍSES Y COMPONENTES DEL GASTO PÚBLICO. Efectos sobre el PIB

	Consumo público						Inversión pública					
	Por origen			Por destino			Por origen			Por destino		
	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años
Alemania	0,0	0,2	0,6	0,1	0,5	0,9	0,2	0,9	1,9	0,2	1,5	3,7
Francia	0,0	-0,6	-1,0	0,0	0,3	0,7	0,9	0,5	2,1	0,2	1,1	2,3
Italia	0,1	0,7	1,0	0,0	0,2	0,3	0,0	0,9	2,2	0,0	0,0	-0,3
España	0,2	0,6	1,2	0,1	0,3	0,7	-0,2	1,4	2,1	0,1	0,3	0,9
TOTAL	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3	0,6	0,4	0,8	2,1	0,1	0,9	1,9

FUENTE: Banco de España.

- a Estimaciones obtenidas a partir de regresiones basadas en el método de proyecciones locales para cada par de países considerados. En cada regresión se relaciona la variación de carácter exógeno en el gasto público de un país con el impacto económico sobre un país vecino. A partir de los coeficientes de estas regresiones se calcula el multiplicador del gasto público entre los dos países como la ratio entre el efecto sobre el PIB del país receptor y el efecto sobre el gasto público del país donde se produce la expansión fiscal. Estos multiplicadores entre pares de países se agregan para construir el efecto de desbordamiento por origen, que mide cómo el aumento del gasto público en un país afecta a la actividad económica en los países vecinos, y por destino, que recoge el efecto de una expansión fiscal en los países vecinos sobre la economía de un país en concreto.

expansión fiscal y el impacto que esta tiene en el resto de países (destino). Así, el efecto de desbordamiento por origen (véase cuadro adjunto) refleja el grado en que un aumento del gasto público en un país afecta a la actividad del resto de países. Por ejemplo, si se toma la primera fila del panel superior izquierdo del cuadro correspondiente a «Alemania», el efecto por origen de 0,5 tras dos años indica que una expansión fiscal en este país genera un efecto sobre el resto de países de la UEM equivalente a la mitad de la expansión inicial. Por su parte, el efecto de desbordamiento por destino muestra el impacto que ejerce sobre el PIB de un país concreto una expansión del gasto simultánea en el resto de países. En particular, si se toma la primera fila del panel superior izquierdo del cuadro, en el bloque «por destino», un impulso fiscal en el resto del área del euro conllevaría una expansión del PIB en Alemania, tras dos años, equivalente a cerca del doble de la expansión inicial (valor de 1,8).

Los resultados del análisis muestran que existen efectos de desbordamiento de la política fiscal en la UEM significativos, a medio plazo (horizonte de dos años). En concreto, si se atiende al origen de la expansión fiscal, un aumento del gasto público en los países considerados produce, en promedio, un impacto de magnitud relevante sobre el PIB de sus socios (véase el panel izquierdo del cuadro), con un multiplicador en torno a la unidad, y de una dimensión similar al efecto que tiene sobre sus propias economías (véase cuadro 4.1 del texto principal)⁵. En cuanto a la heterogeneidad de los resultados por países, los efectos de arrastre inferiores en Alemania que en Francia, Italia y España serían indicativos de un menor contenido importador del gasto público en el primer caso. De todos modos, los resultados que se presentan se deben tomar con

carácter ilustrativo, dado que las estimaciones se obtienen con una elevada incertidumbre (amplias bandas de confianza).

Por otra parte, los resultados referidos al efecto económico sobre cada país de los aumentos en el gasto público en el resto de países vecinos (por destino) presentan una mayor heterogeneidad (véanse columnas «por destino» del panel superior izquierdo). Esta se manifiesta en el efecto diferencial que las expansiones fiscales tienen sobre las exportaciones (véase el panel superior derecho del cuadro), resaltando la importancia del canal comercial de transmisión de los *shocks* de política fiscal. Así, Alemania, dada su mayor intensidad exportadora, recibe un elevado efecto de desbordamiento de la expansión fiscal de sus vecinos, mientras que el impacto sobre Italia es más limitado.

Si se analiza por separado el impacto económico del consumo y la inversión públicos (véase el panel inferior del cuadro), se observa que los aumentos de la inversión presentan mayores efectos de desbordamiento, que además resultan ser de cuantía similar para los países analizados, con un multiplicador cercano a 2, transcurridos dos años desde su implementación, mientras que existe una elevada heterogeneidad cuando la expansión se instrumenta a través del consumo público.

En definitiva, la evidencia presentada aquí sugiere que existen efectos de desbordamiento de la política fiscal relevantes entre los países más grandes de la UEM⁶, que serían especialmente relevantes en el caso de una expansión presupuestaria basada en la inversión pública.

⁵ No obstante, cabe señalar que los efectos de desbordamiento a muy corto plazo son cercanos a cero.

⁶ Véase, por ejemplo, J. in't Veld (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*, European Economy, Economic Papers, n.º 506.

La pasada crisis financiera en Estados Unidos tuvo un impacto diferenciado sobre la actividad y las tasas de desempleo de los diferentes Estados, que dependió, entre otros factores, del peso relativo del sector inmobiliario en la estructura productiva de cada Estado (véase gráfico 1.1). Para atenuar los costes de ajuste que se derivan de perturbaciones de índole idiosincrásica —o de perturbaciones comunes con impactos heterogéneos—, Estados Unidos cuenta con mecanismos —con mayor o menor grado de automatismo— para compartir riesgos, de forma que las consecuencias sean soportadas en parte por el conjunto de la Unión.

Entre estos mecanismos, resulta de especial importancia el seguro de desempleo, que incorpora un sistema común para toda la Unión en el que el Estado federal complementa los sistemas de cobertura de desempleo existentes en cada Estado (véase gráfico 1.2)¹. El sis-

1 Véase S. Albrizio, J. C. Berganza e I. Kataryniuk (2017), «El seguro de desempleo federal en Estados Unidos», Artículos Analíticos, Banco de España, 25 de mayo.

tema está basado en la acumulación de un colchón de fondos en épocas de expansión (*forward funding*) que se destina a financiar las prestaciones en períodos de crisis. La acumulación de estos fondos se efectúa a través de las cotizaciones sociales de los empresarios en dos tramos (federal y estatal), que consolidan en cuentas designadas a escala federal (*trust funds*).

Dentro del tramo estatal, cada Estado cuenta con una elevada discrecionalidad a la hora de fijar los diferentes niveles de recaudación y de prestaciones, aunque respetando unas normas federales comunes. En concreto, la base imponible varía por Estado², así como el tipo de cotización estatal, que se basa en un sistema de penalizaciones al

2 La base imponible no puede ser inferior a 7.000 dólares. En 2017, la base oscila entre los 7.000 dólares en Arizona, con un rango de tipos impositivos entre el 0,13% y el 7,73%, y los 45.000 dólares en Washington, con un rango de tipos impositivos entre el 0,04% y 10,59%. La duración de las prestaciones por desempleo se sitúa entre 20 y 30 semanas para aquellos trabajadores desempleados por causas ajenas a su voluntad. La prestación equivale a entre un 35% en Alaska y cerca del 60% en Hawái del último salario percibido.

1 SISTEMA DE DESEMPLEO EN ESTADOS UNIDOS

Gráfico 1
IMPACTO DE LA CRISIS EN EL DESEMPLEO Y PESO DE LA CONSTRUCCIÓN

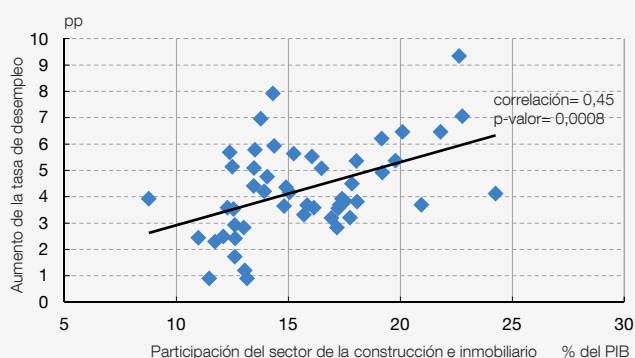


Gráfico 2
RESERVAS Y PRÉSTAMOS DEL SISTEMA DE DESEMPLEO FEDERAL

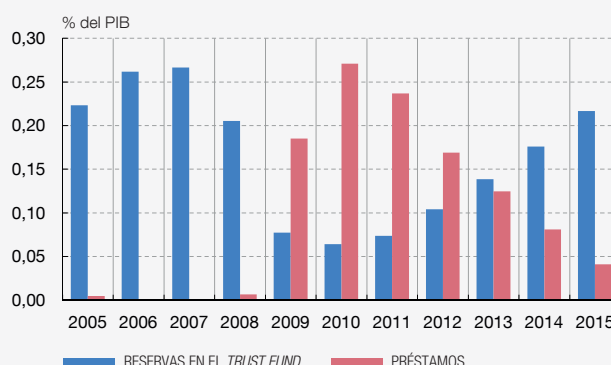


Gráfico 3
GASTO FEDERAL Y ESTATAL EN TRANSFERENCIAS POR DESEMPLEO

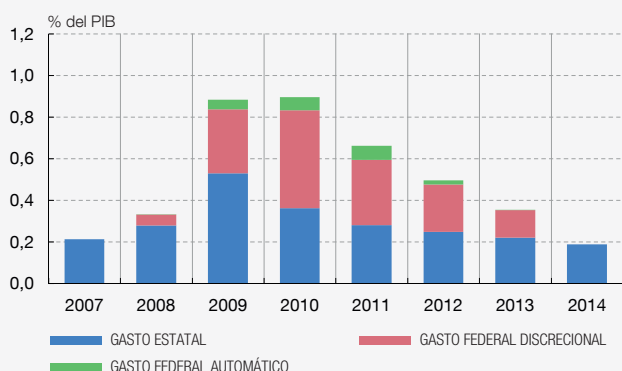
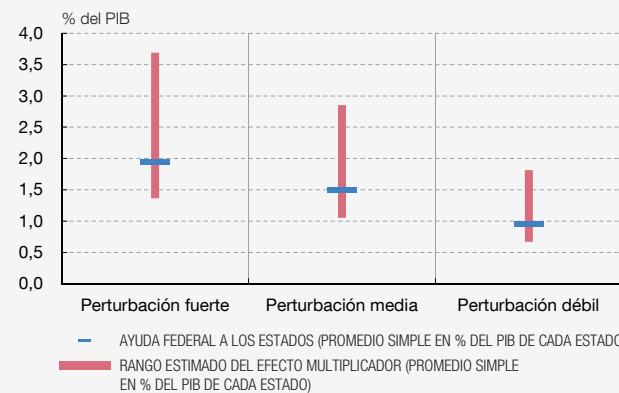


Gráfico 4
RESERVAS Y PRÉSTAMOS DEL SISTEMA DE DESEMPLEO FEDERAL (a)



FUENTES: US Department of Labor, US Bureau of Economic Analysis y cálculos propios.

a Los Estados se clasifican en tres grupos, dependiendo del tamaño del aumento de la tasa de desempleo estatal, en puntos porcentuales. Los gastos y los efectos económicos son calculados sobre el PIB de cada Estado. El rango de los multiplicadores incluye un coeficiente mínimo de 0,7 y un coeficiente máximo de 1,9, coherentemente con el análisis de CBO 2010, *Policies for Increasing Economic Growth and Employment in 2010 and 2011*.

empleador (*bonus/malus*), que depende de los despidos en sus empresas en los últimos años³. Esto hace que los empleadores internalicen el coste social de los despidos. Para no limitar la movilidad de los trabajadores, que es un mecanismo de ajuste natural ante perturbaciones, el Estado en el que el trabajador ha generado el derecho a la prestación debe pagar la prestación, con independencia de la residencia del desempleado.

En el tramo federal, el tipo impositivo se sitúa en el 6 % sobre los primeros 7.000 dólares de ingresos salariales de los trabajadores. Sin embargo, en condiciones normales, los empleadores reciben un crédito fiscal del 5,4 %, por lo que el tipo se sitúa en el 0,6 %. Esta recaudación se acumula en una única cuenta a escala federal.

El Estado federal tiene un rol muy diferente en épocas de expansión y crisis. En períodos de expansión, su papel es fundamentalmente pasivo: fija los requerimientos mínimos del sistema y cubre los costes administrativos. Sin embargo, en tiempos de crisis adopta un papel activo para compartir riesgos y solventar posibles problemas de liquidez, mediante dos tipos de actuaciones: préstamos a las cuentas estatales y transferencias directas.

Así, el Estado federal puede mitigar los problemas de liquidez de las cuentas estatales mediante préstamos de la cuenta federal a las cuentas estatales que se hayan quedado sin reservas. Estos préstamos ayudan a los Estados, por una parte, proveyendo de financiación a bajo coste en un momento en el que la financiación de mercado podría encarecerse y, por otra, permitiendo alargar los plazos de devolución, lo que suaviza una posible restricción crediticia. Si el préstamo se devuelve dentro del año fiscal, se considera un préstamo de liquidez y no se cargan intereses; si no se devuelve, se carga un interés similar al de la deuda pública federal y su pago debe proceder del presupuesto estatal. Por cada año que se retrase la devolución del préstamo, el crédito fiscal sobre el tipo mínimo federal se reduce en 0,3 pp y lo recaudado se utiliza para reducir la deuda actual. De esta manera, tanto los intereses de los préstamos como el aumento automático de tipos se utilizan como mecanismo para disminuir el riesgo moral en el comportamiento fiscal de los Estados federales. La cuantía acumulada de estos préstamos durante la reciente crisis llegó a representar el 84 % del flujo de prestaciones estatales y el 0,3 % del PIB de Estados Unidos (véase gráfico 1.2). Junto con el inusual tamaño de la perturbación, el aumento del acceso a la financiación se debió a la cantidad insuficiente de reservas en las cuentas estatales que se habían acumulado en el período expansivo anterior. Esta constatación llevó a que el sistema se reformara a partir de 2014, para asegurar un mayor nivel

3 Para más información, véase J. Fath y C. Fuest (2005), *Experience Rating of Unemployment Insurance in the US: A Model for Europe?*, CESifo DICE Report, 3 (2), pp. 45-50.

2 FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA DE DESEMPLEO

Gráfico 1
FINANCIACIÓN ESTATAL

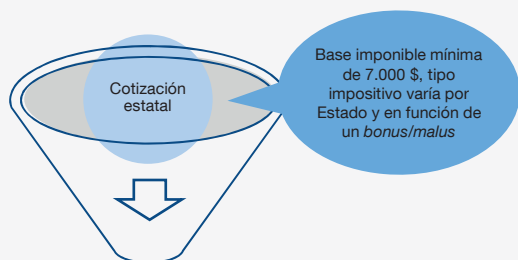
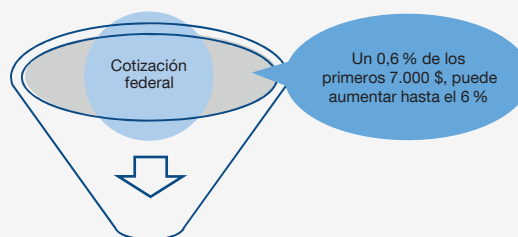
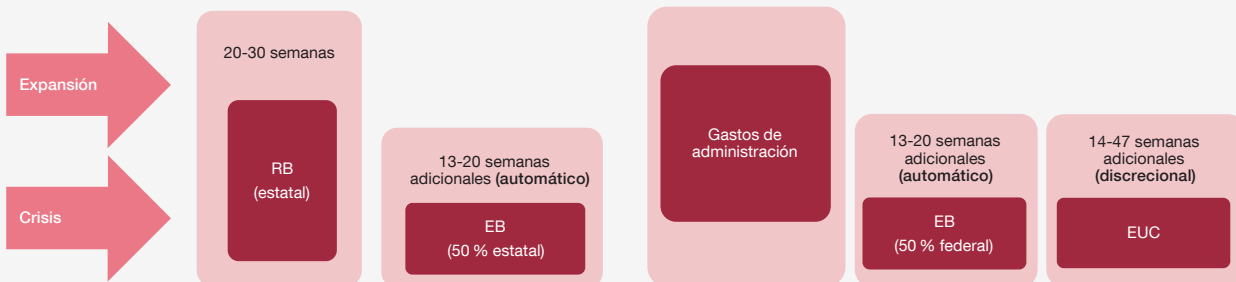


Gráfico 2
FINANCIACIÓN FEDERAL



Unemployment Trust Fund

Federal Unemployment Account



FUENTE: Banco de España.
NOTA: RB: prestaciones estatales. EB: *Extended benefits* (transferencias federales automáticas). EUC: *Emergency Unemployment Compensation* (transferencias federales discrecionales).

de ahorro en las épocas de bonanza y evitar el pago de intereses a Estados con buen comportamiento fiscal, pero que hubieran sufrido una crisis duradera⁴.

Las transferencias directas de la federación, por su parte, pueden ser automáticas o discrecionales. Las automáticas —o prestaciones extendidas— son un programa que implica una extensión de la duración de las prestaciones en períodos de desempleo alto y creciente a escala estatal, cuyo coste corre a cargo a partes iguales entre la cuenta estatal y la cuenta federal. Sin embargo, durante la crisis reciente, el Congreso decidió que el coste total de la extensión lo asumiera la cuenta federal, debido a que los Estados habían incluido requisitos muy restrictivos para la activación del programa, con el objetivo de que el aumento de prestaciones no fuera demasiado oneroso para las cuentas estatales. En cuanto a las transferencias discrecionales, se refieren a ocho programas implementados desde 1950 en épocas de crisis —el último, en el período 2008-2013—, aprobados de forma *ad hoc* por el Congreso y financiados por el presupuesto federal. En el gráfico 1.3 se muestra la importancia de las transferencias federales por desempleo durante la reciente crisis. Como se puede observar, la participación federal, que ascendió a cerca del 50 % del total de las prestaciones por desempleo durante el período 2009-2012, se desvanece rápidamente en la recuperación económica.

Como ocurre con cualquier otro sistema de prestaciones por desempleo, la extensión —automática o discrecional— de las prestaciones durante un período de desempleo alto tiene beneficios y costes. Entre los aspectos positivos, destaca su papel como estabilizador automático: al proporcionar una red de seguridad para los desempleados, las prestaciones extendidas les permiten mantener su poder de compra, llevar a cabo una búsqueda de un

puesto de trabajo más acorde a sus características y, a escala agregada, proporcionan un estímulo para la recuperación económica. En los aspectos negativos, un aumento de las prestaciones puede ralentizar el proceso de reempleo después de una recesión, a través de su efecto sobre el comportamiento de los agentes económicos⁵.

En el gráfico 1.4 se ha hecho una aproximación al efecto económico de la extensión de las transferencias durante la última crisis financiera. El cálculo se realiza teniendo en cuenta el gasto federal por Estado —acumulado entre 2008 y 2013—, y para medir su impacto en la actividad se tiene en cuenta un rango de multiplicadores estándar para las prestaciones de desempleo⁶. Como se puede apreciar, el Gobierno federal gastó en prestaciones alrededor de un 2 % del PIB estatal acumulado en los Estados más afectados por la crisis económica en términos de empleo, el doble que en los Estados donde el impacto de la crisis fue menor. Esto resultó en un impacto acumulado sobre el PIB de entre 1,5 y casi 4 puntos para los Estados más afectados y entre casi el 1 % y el 2 % para los que registraron un aumento del desempleo menor. Puede concluirse, por tanto, que las prestaciones federales suavizaron notablemente el impacto de la crisis económica entre Estados⁷. A estos efectos se añadirían los asociados a la reducción de la carga financiera resultante de los préstamos a las cuentas estatales.

4 Para más información, véase Employment and Training Administration 20 CFR Part 606, «Federal-State Unemployment Compensation Program; Funding Goals for Interest-Free Advances; Final Rule» (2010), Federal Register, vol. 75, n.º 180, Rules and Regulations.

5 En concreto, una extensión de las prestaciones podría aumentar el salario de reserva y, consecuentemente, podría: i) elevar el salario de renegociación distorsionando las decisiones de contratación de las empresas, y ii) reducir la intensidad con la que los trabajadores buscan un nuevo trabajo.

6 CBO 2010, Policies for Increasing Economic Growth and Employment in 2010 and 2011.

7 Esta estimación proporciona un monto indicativo del efecto económico de las prestaciones, sin tener el objetivo de estimar el impacto económico neto del sistema por desempleo, que, además de los efectos calculados, incluiría el impacto de las cotizaciones y del coste de oportunidad de los préstamos.

A lo largo de las últimas décadas, la persistencia de los déficits públicos en las principales economías avanzadas ha propiciado una trayectoria creciente de la deuda pública. Entre las razones que justifican esta evolución se señala, en ocasiones, la búsqueda de objetivos de corto plazo por parte de las autoridades políticas o de determinados grupos de presión, que puede llevar a implementar políticas fiscales inadecuadas, sin que los contribuyentes sean capaces de internalizar en su totalidad las consecuencias de estas decisiones para el bienestar social ni para las generaciones futuras. Este sesgo hacia el déficit puede resultar más relevante en el caso de una unión monetaria, si los Estados miembros no internalizan por completo las implicaciones que puede tener un excesivo endeudamiento sobre los demás miembros.

La literatura económica ha propuesto distintos mecanismos para reducir estos sesgos hacia el déficit, entre los que destacan: 1) la adopción de reglas fiscales; 2) el establecimiento de consejos fiscales independientes, y 3) la delegación de algunas decisiones fiscales en una autoridad independiente. Las distintas alternativas existentes, no necesariamente excluyentes, difieren en el grado de control que buscan imponer sobre la actuación de los Gobiernos.

Las reglas fiscales son un elemento fundamental de la arquitectura actual de la UEM. En el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), los Estados miembros se comprometen a mantener la deuda y el déficit públicos por debajo del 60 % y del 3 % del PIB, respectivamente. Además, existen compromisos de mantenimiento de un saldo estructural próximo al equilibrio a lo largo del ciclo —objetivo de medio plazo— y una regla de gasto que, a grandes rasgos, limita el crecimiento de este al crecimiento potencial o de medio plazo de cada economía. La efectividad de este conjunto de reglas ha sido cuestionada, en particular, durante la actual crisis, de modo que en el momento presente hay diversas propuestas de reforma.

En particular, algunos autores reclaman una mayor automaticidad y simplificación en torno a una regla de gasto que garantice un anclaje de la deuda a medio plazo. Un ejemplo en esta línea es la denominada regla de «freno de la deuda», vigente en Suiza, que restringe la ratio de su gasto sobre sus ingresos, sujeto a dos ajustes. Primero, la fórmula toma en cuenta el estado del ciclo, permitiendo un déficit cuando la economía está por debajo de su tendencia pero exigiendo un superávit durante las expansiones. Segundo, la regla incorpora una «cuenta de ajuste», que acumula los déficits y superávits pasados. Cuando la cuenta de ajuste presenta un saldo negativo, la regla rebaja el límite de gasto en cuantía suficiente como para pagar la deuda que se espera que se acumule durante los tres próximos años. De esta manera, a diferencia del PEC, la regla se endurece automáticamente cuando se producen déficits repetidos. En esta misma línea, otros autores proponen introducir una mayor automaticidad en el control de algunas partidas concretas del gasto público, como sucede, por ejemplo,

en algunos sistemas de pensiones en los que se impone el equilibrio presupuestario automáticamente, a partir del cálculo del nivel agregado de las pensiones en función de los ingresos del sistema o de cada pensión individual en función de una cuenta personal basada en las contribuciones del propio pensionista. La reforma de 2013 de las pensiones españolas estableció, de hecho, un mecanismo de equilibrio presupuestario automático, al definir un «índice de revalorización»¹ que ajusta el nivel de las pensiones anualmente en función de la brecha entre los ingresos y los gastos del sistema.

Por otra parte, la literatura sugiere que la efectividad de las reglas fiscales puede aumentar si se acompaña del establecimiento de consejos fiscales independientes². La realización de estas instituciones de análisis sobre el cumplimiento de las reglas por parte de las Administraciones Públicas, el coste de las nuevas iniciativas legislativas, así como del diseño y ejecución de los presupuestos y, en particular, de los escenarios macroeconómicos que subyacen a estos, puede reducir el sesgo hacia los déficits excesivos. La estructura actual de la gobernanza europea ha reforzado el PEC, adoptando en parte estas innovaciones institucionales. El nuevo marco de gobernanza fiscal obliga al establecimiento de autoridades fiscales independientes a escala nacional, que deberán encargarse del seguimiento de las políticas presupuestarias y del cumplimiento de las reglas fiscales.

Sin embargo, en la UE no se ha dotado a estas instituciones fiscales independientes de un rol explícito en la fijación de los objetivos presupuestarios, ni de capacidad de actuación sobre el gasto o los ingresos públicos que pudieran modificar en caso de que una determinada política fiscal se juzgara no apropiada. En este sentido, algunas propuestas académicas han sugerido la delegación de alguno de estos aspectos (fijación de objetivos o instrumento de corrección) a la institución fiscal independiente³. Con ello se pretende limitar el grado de discrecionalidad de los Gobiernos, manteniendo en cualquier caso inalteradas las funciones propias que les concede el mandato democrático, en el ámbito de la redistribución de la renta y la consecución de la eficiencia económica.

En este contexto, en el seno de la Comisión Europea se ha creado un Consejo Fiscal Europeo de carácter consultivo, que cuenta entre

1 Véase A. R. Sánchez (2014), *The automatic adjustment of pension expenditures in Spain: an evaluation of the 2013 pension reform*, Documentos de Trabajo, n.º 1420, Banco de España.

2 Véanse L. Calmfors (2011), *The role of independent fiscal policy institutions*, CESifo Working Paper, n.º 3367; G. Kopits (2011), «Independent fiscal institutions: Developing good practices», *OECD Journal on Budgeting*, 11 (3), pp. 1-18; C. Wyplosz (2005), «Fiscal policy: Institutions versus rules», *National Institute Economic Review*, 191, pp. 70-84.

3 Véase J. Costain y B. de Blas (2012), *The role of fiscal delegation in a monetary union: A survey of the political economy issues*, Working Papers in Economic Theory 2012/11, Universidad Autónoma de Madrid y las referencias allí citadas.

sus funciones con la de controlar el cumplimiento de las reglas fiscales europeas, asesorar a la Comisión Europea sobre el tono de la política fiscal que se considera apropiado para el conjunto del área, además de cooperar con los consejos fiscales nacionales. En este sentido, desde la óptica europea, algunos trabajos⁴ analizan el encaje de la delegación de un instrumento de política fiscal a una autoridad independiente europea, dentro del marco actual de gobernanza y teniendo en cuenta el marco institucional de la unión monetaria, concluyendo que un mecanismo de estas características podría reducir los niveles de deuda pública agregados en la

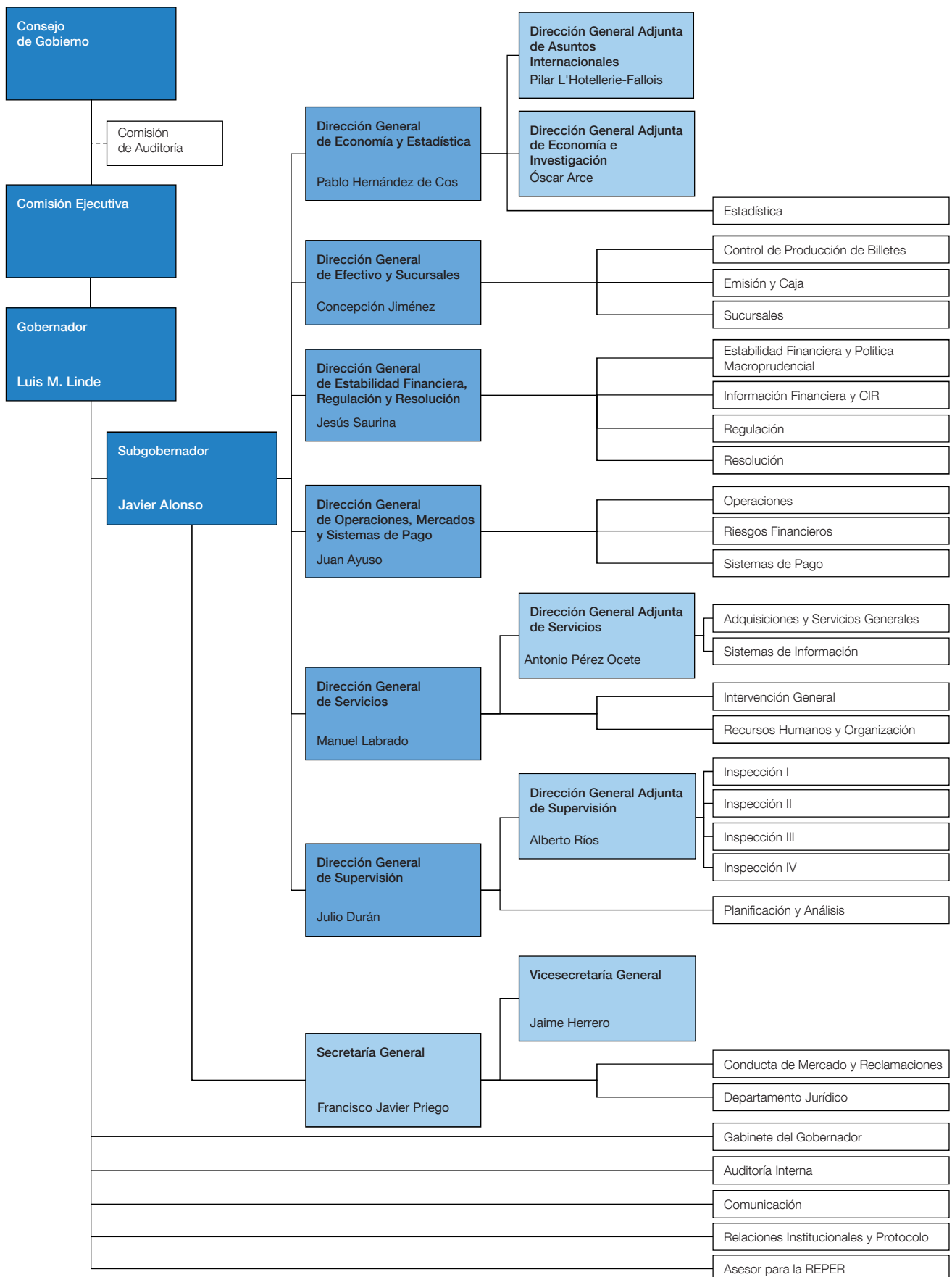
Unión, de manera que se ganaran márgenes para actuaciones discrecionales de la política fiscal, desde un punto de vista agregado.

En resumen, la experiencia de los años recientes pone de manifiesto la importancia de mantener políticas fiscales disciplinadas que generen márgenes de maniobra suficientes en los años de expansión, de modo que se pueda ejercer de manera completa una función estabilizadora en las fases recesivas. La literatura señala la conveniencia de establecer reglas fiscales que permitan que los Gobiernos internalicen las consecuencias que sus decisiones tienen sobre las generaciones futuras, o en el contexto de la UEM, sobre el resto de los Estados miembros. Asimismo, la efectividad de estas reglas se puede ver potenciada cuando se acompañan de instituciones fiscales independientes.

4 Véase H. S. Basso y J. Costain (2016), *Fiscal delegation in a monetary union with decentralized public spending*, CESifo Economic Studies, 62 (2), pp. 256-288.

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



CONSEJO DE GOBIERNO

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Javier Alonso
CONSEJEROS	Carmen Alonso Maximino Carpio Rafael Castejón Fernando Eguidazu Núria Mas Vicente Salas
SECRETARIA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Emma Navarro
VICEPRESIDENTA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Ana María Martínez-Pina
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Juan Ayuso Julio Durán Pablo Hernández de Cos Concepción Jiménez Manuel Labrado Jesús Saurina
SECRETARIO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Francisco Javier Priego
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Mariano Serrano

COMISIÓN EJECUTIVA

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Javier Alonso
CONSEJEROS	Fernando Eguidazu Vicente Salas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO (<i>Con voz y sin voto</i>)	Juan Ayuso Julio Durán Pablo Hernández de Cos Concepción Jiménez Manuel Labrado Jesús Saurina
SECRETARIO (<i>Con voz y sin voto</i>)	Francisco Javier Priego

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/Catalogopublicaciones.pdf>.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2017
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CE	Comisión Europea	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCAA	Comunidades Autónomas	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCLL	Corporaciones Locales	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra Benéfico-Social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	PNB	Producto Nacional Bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	RD	Real Decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RM	Resto del Mundo
EPA	Encuesta de población activa	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FFPP	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UEM	Unión Económica y Monetaria
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FSE	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
ICO	Instituto de Crédito Oficial		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T_j^i	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m_j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.