

1 LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: LOS LÍMITES DE LAS POLÍTICAS DE DEMANDA Y LOS RETOS PARA EL FUTURO



Pantalla indicadora del I Seminario Anual de Investigación.

1 Introducción

Durante 2017, se prolongó la etapa expansiva de la economía española, con un crecimiento del PIB que superó las previsiones vigentes al inicio del ejercicio. En concreto, el producto de la economía aumentó un 3,1 %, cifra ligeramente inferior a la observada en los dos años previos. La continuación de un ritmo elevado de expansión de la actividad, que se ha mantenido en los primeros meses de 2018, ha favorecido que la tasa de paro siguiera reduciéndose con rapidez, si bien al final del primer trimestre de este año todavía continuaba en un nivel muy elevado (16,7 %).

El mayor avance de la actividad en España respecto a las expectativas previas se debió en buena parte al favorable comportamiento de los mercados exteriores. La aceleración del ritmo de crecimiento de la economía global se produjo en un contexto de condiciones financieras muy favorables, mayor confianza de empresas y consumidores y repunte de los precios de las materias primas. En las economías avanzadas, destacó el dinamismo del área del euro, que experimentó un crecimiento robusto, que se extendió de forma generalizada a todos los países miembros. A pesar de la pujanza de la actividad, la inflación en la UEM se mantuvo en tasas muy moderadas.

La recuperación en España presenta rasgos que deberían contribuir a su prolongación en el tiempo. La actual expansión está siendo compatible con el mantenimiento de un superávit externo. Más allá de la contribución de algunos factores transitorios, como los reducidos niveles del precio del petróleo o los tipos de interés, el saldo exterior positivo obedece, en gran parte, a las ganancias de competitividad registradas desde la crisis. Como resultado, y a diferencia de la expansión que precedió a la crisis, la actual está siendo más equilibrada entre demanda interna y externa, y ha sido compatible con la reducción del endeudamiento de los agentes privados de la economía.

No obstante, la economía continúa presentando elementos de vulnerabilidad, que se unen a un entorno exterior donde persisten ciertos focos de riesgo e inestabilidad. A pesar de los avances en la reducción del déficit público, el desequilibrio presupuestario estructural continúa siendo pronunciado y la corrección del elevado endeudamiento del sector está manifestándose, hasta la fecha, muy modesta. Por otro lado, el saldo externo positivo desde 2013 no ha impedido que la posición neta deudora frente al resto del mundo se mantenga elevada. Junto a estos desequilibrios acumulados subsisten algunas ineficiencias en el funcionamiento de los mercados de trabajo y de bienes y servicios, lo que limita la calidad de la recuperación. El fenómeno del envejecimiento de la población supone, además, un reto de primer orden para el crecimiento económico y la sostenibilidad de las cuentas públicas. En el entorno exterior, aunque cabe esperar que se mantenga en el corto plazo la inercia expansiva, persisten riesgos asociados a una corrección de las valoraciones en los mercados financieros internacionales, así como a la incertidumbre en torno a la negociación sobre la nueva forma de relación entre la UE y el Reino Unido, y a los cambios en marcha en materia de política comercial en Estados Unidos, que apuntan a un aumento de las restricciones a los intercambios comerciales globales.

Los retos de medio y largo plazo deben acometerse con la aplicación de una agenda de reformas profunda, tanto en el ámbito nacional como en el europeo. Las políticas de demanda, tanto la fiscal como, especialmente, la monetaria, han proporcionado

condiciones muy propicias para el crecimiento económico durante los últimos años. A futuro, no obstante, la política presupuestaria deberá orientarse hacia la reducción del elevado endeudamiento público. Por otra parte, a medida que se afiance la recuperación en el conjunto del área del euro, cabe esperar que el aumento en el grado de uso de los factores productivos se traduzca en un repunte de la inflación y, por tanto, dé paso a un tono menos expansivo de la política monetaria. En este contexto, un crecimiento económico sostenido e inclusivo requiere reformas que tomen el relevo del impulso cíclico de las políticas de demanda. El necesario estímulo reformista no debería desaprovechar la extraordinaria bonanza del entorno macroeconómico para resolver los problemas estructurales pendientes en la economía española. A nivel europeo, también se hace necesario un incentivo para reforzar el proyecto de unión económica y monetaria, lo cual exige combinar un mayor grado de solidaridad y de compartición de riesgos entre Estados miembros.

2 Hacia una mejoría del contexto exterior

2.1 UNA RECUPERACIÓN GLOBAL MÁS INTENSA Y DIVERSIFICADA

La economía mundial aumentó su ritmo de crecimiento en 2017 en mayor medida de lo esperado. El PIB mundial creció un 3,8 % el pasado año, en torno a medio punto porcentual más que en 2016 (véase gráfico 1.1.1). Además, por primera vez desde el final de la crisis financiera global, el crecimiento se situó por encima de lo anticipado al comienzo del ejercicio. Esta aceleración de la actividad, bastante generalizada geográficamente, fue más marcada en el caso de las economías avanzadas, cuyo crecimiento aumentó en seis décimas, hasta situarse en el 2,3 %. Entre los principales países de este grupo, el Reino Unido fue la única excepción a esta tónica de mayor dinamismo. Por su parte, el ritmo de avance del producto de las economías emergentes se incrementó en cuatro décimas, hasta el 4,8 %, como resultado, en parte, de la salida de la recesión de Brasil y Rusia.

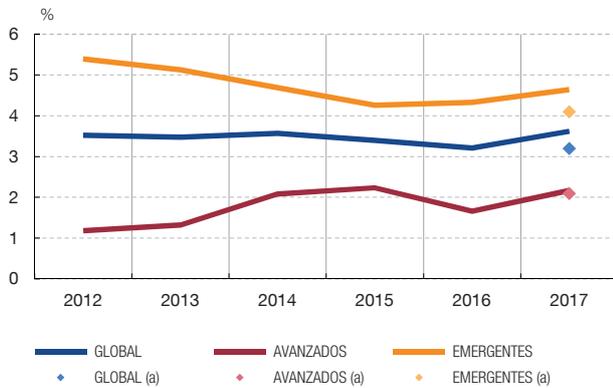
La mayor pujanza de la economía global respondió principalmente a factores de carácter cíclico y, en el caso de las economías avanzadas, sobresalió el impulso de la inversión. La mejoría de la actividad se produjo en un contexto de mantenimiento de unas condiciones financieras muy favorables, un tono predominantemente acomodaticio de las políticas macroeconómicas, mayor confianza de consumidores y empresas y recuperación de los precios de las materias primas, que alivió la delicada situación de las economías exportadoras de estos productos. Además, tras un período prolongado de inversión débil en las principales economías avanzadas, este componente repuntó, favorecido por el alto nivel de utilización de la capacidad instalada y por el buen comportamiento de los beneficios empresariales (véase gráfico 1.1.2)¹.

El comercio internacional experimentó un repunte apreciable en 2017, tras la marcada atonía mostrada en 2015 y 2016. El crecimiento de los intercambios comerciales durante 2017 fue del 4,9 %, el mejor registro desde 2011. La intensidad de los distintos factores detrás de esta evolución y su alcance geográfico fueron variando a lo largo del año. A principios de 2017 se apreció un mayor dinamismo de la actividad comercial de China, relacionado en parte con los estímulos fiscales puestos en marcha para frenar la desaceleración de su economía, que se habrían transmitido a otras economías asiáticas a través de las cadenas de valor regionales. En la segunda mitad del ejercicio, el empuje del comercio descansó en mayor medida en la fortaleza del área del euro y otras economías avanzadas y vino asociado a la reactivación de la inversión empresarial, el componente del gasto interno al que son más sensibles los intercambios comerciales.

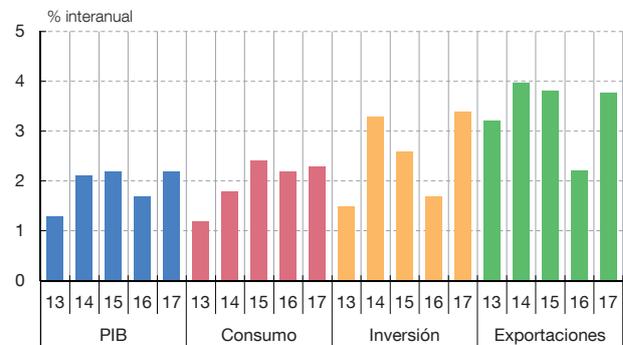
¹ Sobre este tema, véase el capítulo 3 de este Informe.

La economía mundial registró en 2017 un ritmo de crecimiento superior al esperado. Esta mayor pujanza de la economía global se reflejó en un impulso de la inversión y en la recuperación del comercio global. Sin embargo, a pesar del fortalecimiento de la demanda mundial y del repunte del precio del petróleo, la inflación se mantuvo contenida en las principales áreas geográficas. El avance del ciclo en las economías avanzadas se tradujo en un endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal y en una anticipación de las subidas esperadas en otros bancos centrales de economías avanzadas, en un contexto de elevado apetito por el riesgo y baja volatilidad.

1 CRECIMIENTO DEL PIB



2 PIB Y COMPONENTES POR EL LADO DE LA DEMANDA EN ECONOMÍAS AVANZADAS



3 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



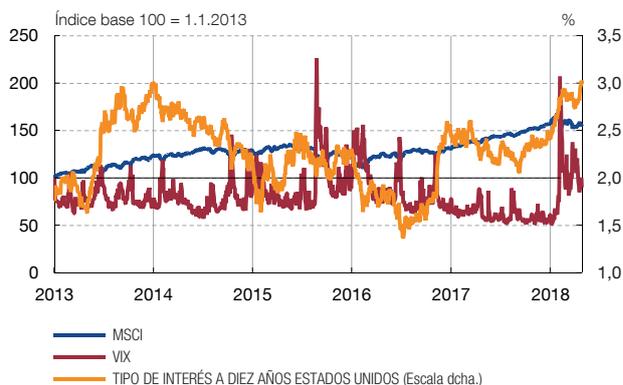
4 TASA DE PARO, CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS E INFLACIÓN SUBYACENTE EN AVANZADAS (b)



5 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS AVANZADAS Y TIPOS ESPERADOS FUTUROS



6 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN ESTADOS UNIDOS E ÍNDICES DE BOLSA MUNDIALES



FUENTES: WEO (*World Economic Outlook*) y Datastream.

a Previsiones procedentes de la actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de enero de 2017.
b Agregado de Estados Unidos, área del euro, el Reino Unido y Japón.

Descargar

La inflación mundial en 2017 se mantuvo contenida a pesar del aumento de los precios del petróleo. Esta materia prima se encareció significativamente a lo largo de 2017 y la parte transcurrida de 2018, como respuesta principalmente a la recuperación generalizada de la demanda global, y, en menor medida, a la prolongación del acuerdo de los países de la OPEP y otros productores para recortar la producción durante todo este año, a episodios de tensiones geopolíticas en Oriente Medio y a la depreciación del dólar (véase gráfico 1.1.3). En las economías avanzadas, la inflación de precios de consumo aumentó significativamente, hasta situarse en el 1,7 %, tras el 0,8 % registrado en 2016, lo que, sobre todo, reflejó el incremento del precio del petróleo, cuyo impacto se dejó notar principalmente en la primera mitad del año (véase gráfico 1.1.4). Por el contrario, en las economías emergentes la inflación se redujo en tres décimas, hasta el 4 %, en algunos casos al desaparecer los efectos de las depreciaciones pasadas de sus monedas. Más allá del componente energético, la inflación subyacente de los precios de consumo se ha mantenido en niveles moderados y, en la mayor parte de las economías avanzadas, por debajo de los objetivos de los bancos centrales.

La orientación de la política monetaria en Estados Unidos y el Reino Unido ha ido basculando hacia una menor laxitud. En Estados Unidos, cuya economía se encuentra en una posición relativamente avanzada en el ciclo, la Reserva Federal elevó su tipo oficial en 25 pb en tres ocasiones a lo largo de 2017 y una más en marzo de 2018, hasta situarlo en el rango comprendido entre el 1,5 % y el 1,75 % (véase gráfico 1.1.5). Además, en octubre, inició la reducción gradual de su balance, según los planes anunciados antes del verano. Estos movimientos se produjeron en un contexto en el que la Reserva Federal ha tenido que afrontar el dilema de adoptar decisiones en una economía con presiones inflacionistas moderadas, pero con un nivel de desempleo muy reducido y con señales de valoraciones excesivas en algunos segmentos de los mercados financieros. Por su parte, el Banco de Inglaterra elevó su tipo oficial en 25 pb en noviembre, lo que supuso la primera subida en once años, tras constatar que la inflación se mantenía por encima de su objetivo en el horizonte de previsión.

La actual Administración de Estados Unidos anunció algunos cambios relevantes en sus políticas económicas. En el ámbito fiscal, a finales de 2017 se aprobó la reforma impositiva y, ya en 2018, se alcanzó un acuerdo presupuestario para elevar el techo de gasto y se anunció un plan de inversión en infraestructuras. Aunque la reforma fiscal tuvo un alcance más limitado que la contenida en el programa electoral, el conjunto de medidas adoptadas ha supuesto una significativa elevación de la previsión de crecimiento en Estados Unidos en el corto plazo, que se situaría en torno al 3 % y 2,5 % en 2018 y 2019, respectivamente. En la esfera de la política comercial, las negociaciones en torno a la reforma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés), que comenzaron a mediados de 2017, apenas han generado avances. Además, las subidas arancelarias anunciadas por la Administración de Estados Unidos en los primeros meses de 2018 sobre determinados productos procedentes de un amplio conjunto de países confirman el temido giro hacia posiciones proteccionistas. Estas medidas, junto a las respuestas de las autoridades de los países afectados, pueden acabar derivando en una guerra comercial, que podría lastrar el comercio y la actividad económica a escala global. La evidencia histórica disponible muestra que el proteccionismo es perjudicial para el bienestar y el crecimiento global. Las barreras comerciales distorsionan en el corto plazo la asignación de recursos, provocando pérdidas de eficiencia. A medio y largo plazo, inciden negativamente sobre la productividad total de los factores, principalmente como consecuencia del deterioro de la innovación

y de la adopción y difusión de nuevas tecnologías y de la menor calidad de la gestión empresarial².

En las economías emergentes, las políticas macroeconómicas han sido bastante heterogéneas, difiriendo en función de la situación cíclica y de los desequilibrios acumulados. En el terreno de la política monetaria, la moderación de la inflación ha permitido la prolongación del ciclo de relajación en las principales economías latinoamericanas (con la excepción de México) y en Rusia, en contraste con las tímidas subidas de tipos oficiales acordadas por algunos bancos centrales de otras áreas emergentes. En particular, en China, las autoridades económicas han continuado con una gestión de la política económica que ha buscado el doble objetivo de atenuar los riesgos financieros y prestar apoyo al crecimiento. Atendiendo a la meta de preservar la estabilidad financiera, el banco central adoptó a lo largo del año subidas de pequeña magnitud en los tipos de interés, mientras que el Gobierno aprobó al comienzo del ejercicio un paquete de estímulo fiscal ante las señales de desaceleración de la actividad.

En los mercados financieros internacionales, se mantuvieron el apetito por el riesgo y la baja volatilidad. Este comportamiento se inscribe en un entorno de datos favorables de actividad, inflación contenida y abundante liquidez, acumulada tras varios años de políticas monetarias muy expansivas. En este contexto, la búsqueda de rentabilidades entre los inversores siguió siendo intensa, materializándose en incrementos de los precios de numerosos activos. Así, los principales índices bursátiles, tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes, aumentaron en 2017, destacando el incremento cercano al 20 % en Estados Unidos, hasta alcanzar nuevos máximos históricos (véase gráfico 1.1.6). Además, los diferenciales de deuda soberana de economías emergentes y los de deuda corporativa de peor calificación crediticia se comprimieron significativamente a lo largo del año. Como consecuencia de esta evolución de los mercados tanto de renta variable como de renta fija, así como de la depreciación del dólar, las condiciones financieras en Estados Unidos tendieron a relajarse, a pesar del endurecimiento de la política monetaria.

Sin embargo, en los primeros meses de 2018 se produjo un episodio de notable volatilidad en los mercados financieros. Al inicio del año, coincidiendo con una mejora adicional de las perspectivas sobre la actividad económica y con un aumento de las expectativas de inflación, las rentabilidades de la deuda pública a diez años de Estados Unidos acentuaron el repunte que comenzó en septiembre de 2017. En febrero de este año, además, se produjo una corrección significativa de las cotizaciones bursátiles en los principales mercados internacionales, tras la aparición de señales de aumento de la inflación salarial en Estados Unidos, que se interpretaron como una señal de repunte inflacionista y, por tanto, de que el ritmo de subida de los tipos de interés oficiales podría acelerarse con respecto al anticipado hasta entonces. Este episodio de corrección de precios y de repunte de la volatilidad, que se vio amplificado por algunas prácticas de mercado, se extendió a otros mercados bursátiles internacionales, pero apenas incidió en los mercados de renta fija³.

El panorama global continúa siendo complejo, a pesar del vigor reciente de la economía mundial. La mejora reciente de la actividad tiene un origen predominantemente cíclico, sin que parezcan haberse registrado incrementos significativos en el crecimiento potencial.

² Véanse el recuadro «Los posibles efectos de una reversión del proceso de globalización», en el *Informe Anual, 2016*, Banco de España, y el artículo analítico «Situación y perspectivas de la economía mundial a principios de 2018», *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España.

³ Véase el recuadro «El episodio de corrección y volatilidad de las cotizaciones en las bolsas internacionales», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

En este contexto, es previsible que el ritmo de avance del producto en las economías avanzadas retorne hacia niveles más moderados en el medio plazo y que los aumentos del producto por encima de la tasa potencial acaben trasladándose a los precios, de modo que la inflación converja hacia los objetivos de los bancos centrales. En el caso de las economías emergentes, el crecimiento esperado estaría, en promedio, en torno a su tasa potencial, si bien existe una notable heterogeneidad entre países y regiones.

Entre los principales riesgos sobre el crecimiento global destacan la potencial corrección de las valoraciones en algunos segmentos de los mercados financieros internacionales y el incremento del proteccionismo. Aunque, a corto plazo, no cabe descartar que se produzcan sorpresas positivas adicionales ligadas a la inercia de la actividad, a medio plazo persisten varios riesgos relevantes. Un hipotético ajuste de los precios de los activos podría materializarse como consecuencia de acontecimientos geopolíticos o ante medidas de política económica no anticipadas, que, en algún caso, podrían desencadenar elevaciones bruscas en los costes de financiación y desplazamientos súbitos de capitales, que serían especialmente dañinos para las economías más expuestas a la financiación exterior. Asimismo, la negociación sobre la nueva forma de relación económica entre la UE y el Reino Unido y el giro proteccionista adoptado por Estados Unidos en su política comercial siguen siendo focos de riesgo en la medida en que apuntan a un aumento de las restricciones a los intercambios comerciales globales.

2.2 EL CRECIMIENTO ROBUSTO DEL ÁREA DEL EURO

El área del euro experimentó en 2017 una expansión económica robusta, generalizada por países y, como en el caso de otras regiones, superior a la prevista al final del año anterior. Tras varios años de crecimiento moderado, en 2017, el PIB ajustado de efecto calendario avanzó un 2,5 %, uno de los ritmos más altos observados desde el inicio de la UEM (véase gráfico 1.2.1), frente a la previsión del Eurosistema de diciembre de 2016 del 1,7 %. El dinamismo de la demanda nacional, tanto del consumo privado como de la inversión, junto con la fortaleza que mostraron las exportaciones, favoreció la aceleración de la actividad. Además, el avance de la economía propició, según las estimaciones disponibles, que la brecha negativa de producción, originada a raíz de la crisis, prácticamente desapareciera a finales de 2017. La favorable situación económica se generalizó tanto por sectores como por países, como muestran los indicadores de dispersión, que se encuentran en niveles históricamente reducidos.

La expansión de la actividad está siendo intensa en términos de generación de empleo. En 2017, el número de trabajadores ocupados creció un 1,6 %. La fortaleza del proceso de creación de puestos de trabajo, que se ha beneficiado de las reformas laborales llevadas a cabo en algunos países miembros y de un avance moderado de los salarios reales, permitió seguir reduciendo la tasa de paro, que, a finales de año, estaba situada en el 8,6 %, todavía 1,3 pp por encima del nivel previo al inicio de la crisis (véase gráfico 1.2.4). Sin embargo, esa cifra agregada esconde diferencias sustanciales por países, que van desde una tasa de desempleo inferior al 4 % en Alemania hasta un 20 % en Grecia o un 16,5 % en España.

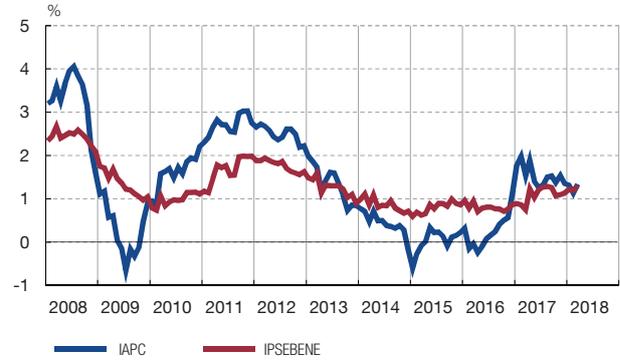
Durante 2017, prevalecieron unas condiciones financieras holgadas, como reflejo, fundamentalmente, del mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia. Las rentabilidades de los mercados monetarios y de deuda permanecieron en niveles reducidos, con disminuciones de los diferenciales soberanos con respecto al Bund alemán —especialmente en algunos de los países que más habían sido afectados por la crisis, como Portugal y Grecia—. Estos descensos han tenido continuidad en la parte transcurrida de 2018 y se han extendido a la deuda española, en un contexto de mejoras percibidas en su calidad crediticia, que se han reflejado también en la revisión al alza de

Expansión económica robusta, generalizada por países, con una disminución de la dispersión en términos del crecimiento del PIB de los distintos países. A pesar del dinamismo de la actividad, la inflación permaneció en tasas moderadas. La fortaleza de la actividad vino acompañada de una intensa creación de empleo. La tasa de paro continuó disminuyendo, aunque los indicadores complementarios sugieren un grado de infrutilización del factor trabajo todavía elevado y los salarios crecieron de forma moderada. Las condiciones financieras siguen siendo muy favorables, a pesar de la apreciación del euro.

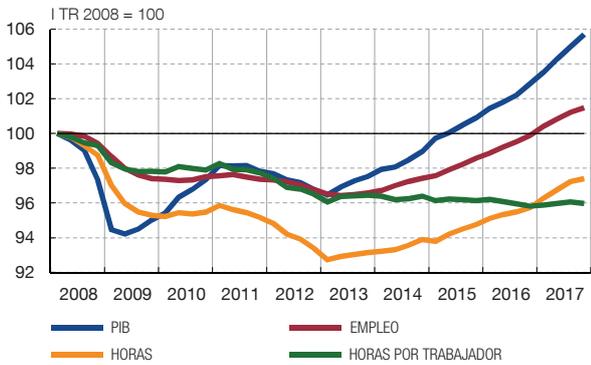
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO



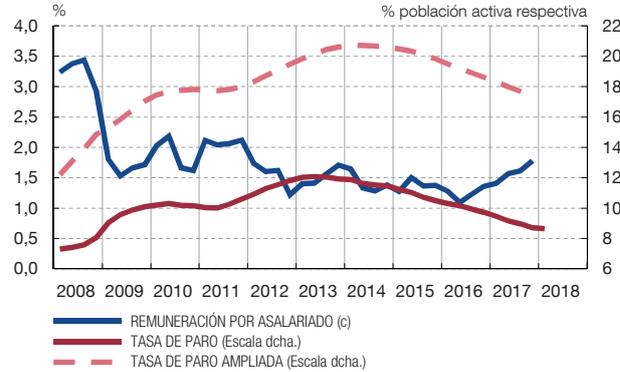
2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales



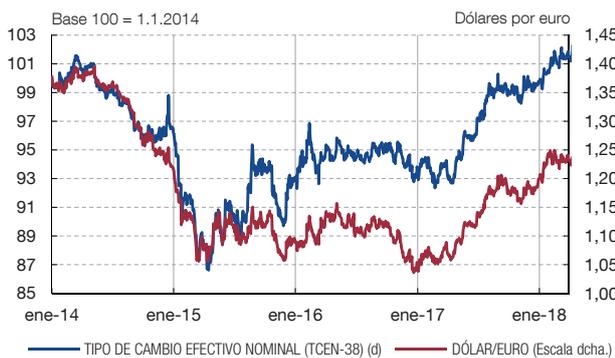
3 PIB, EMPLEO, HORAS Y HORAS POR TRABAJADOR



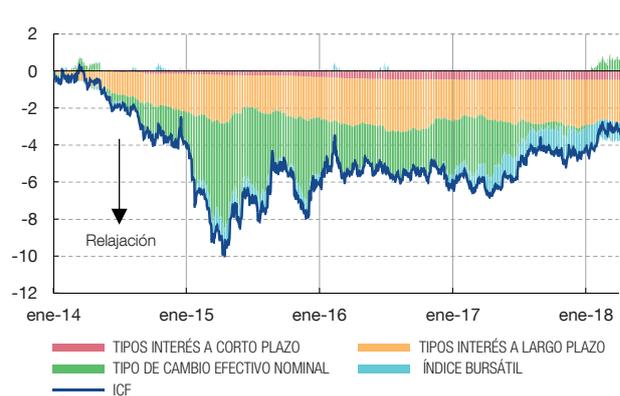
4 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y TASA DE PARO (b)



5 TIPOS DE CAMBIO DEL EURO



6 ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS (ICF) (e)



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Eurostat.

- a Desviación típica sin ponderar de las tasas de variación interanual del PIB de los países del área del euro.
- b La tasa de paro es la media trimestral de la tasa mensual. La tasa de paro ampliada tiene en cuenta los desempleados, los subempleados, los disponibles que no buscan empleo y los no disponibles; para calcular esta tasa, en el denominador se suman a la población activa los trabajadores disponibles que no buscan empleo y los no disponibles. Véase la influencia de estos factores sobre las medidas alternativas del desempleo en «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 2/2017, Banco de España.
- c Tasa de variación interanual.
- d TCEN-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de los 38 socios comerciales más importantes de la zona del euro.
- e El ICF es una agregación ponderada de la variación de variables financieras: euríbor a tres meses (con ponderación 0,18), el tipo de interés a diez años de la UEM (0,23), el TCEN (0,10) y el Eurostoxx (0,012). Se expresa normalizado por la ponderación de los tipos de interés a corto plazo.



la calificación otorgada por varias agencias⁴. Por su parte, las cotizaciones bursátiles registraron alzas notables en 2017 (un 10 % en el índice EUROSTOXX), como fruto de la mejora de los beneficios esperados. El coste de la financiación al sector privado también se mantuvo en niveles históricamente reducidos, al mismo tiempo que los criterios de concesión de crédito no registraron cambios significativos en el año, apoyando la trayectoria de recuperación de los préstamos otorgados a familias y empresas. No obstante, la evolución favorable de estas variables se vio compensada por la notable apreciación del tipo de cambio del euro —que en el conjunto del año fue de un 14 % frente al dólar— (véase gráfico 1.2.5), de modo que, a efectos del indicador de condiciones financieras, estas se endurecieron ligeramente en la segunda mitad de 2017 y algo más al inicio de 2018 como consecuencia de la corrección bursátil (véase gráfico 1.2.6).

Las condiciones financieras favorables, el buen comportamiento del empleo y, en consecuencia, el crecimiento de las rentas han dado soporte a la demanda privada.

Dentro de esta última, destaca la mejoría de la inversión empresarial, alentada además por el aumento de la confianza, el crecimiento de los beneficios y el buen comportamiento de la demanda final. En concreto, la inversión en equipo se incrementó un 4,9 %, hasta alcanzar a finales de 2017 un nivel similar al previo a la crisis.

Las exportaciones, impulsadas por la mejoría del comercio mundial, han contribuido a la pujanza de la actividad, a pesar de la notable apreciación del euro.

La fortaleza de las ventas al exterior, con un aumento superior al 5 %, fue compartida de forma prácticamente generalizada por todos los países del área del euro, sobresaliendo el comportamiento de las ventas de Alemania e Italia. Por destino geográfico, aumentaron las exportaciones de bienes dentro del área del euro y también las destinadas a China y a Estados Unidos, a pesar del impacto negativo de la apreciación del euro observada en 2017, de forma que la participación del área del euro en el conjunto del comercio mundial apenas se vio afectada.

Tras el proceso de consolidación de años anteriores, la política fiscal mantuvo en 2017 un tono prácticamente neutral.

Esta orientación de la política presupuestaria se plasmó en el mantenimiento del saldo primario ajustado del ciclo aproximadamente en su nivel de 2016. Por su parte, el buen momento cíclico y los menores pagos de intereses condujeron, en el conjunto del área, a una disminución del déficit público hasta el 0,9 % del PIB y a una nueva reducción de la ratio de deuda pública respecto al PIB hasta un 86,7 %, aunque esta variable permanece aún en niveles notablemente más elevados en algunos países.

A pesar del dinamismo de la actividad, la inflación ha permanecido en tasas muy moderadas.

Tras el repunte en los primeros meses de 2017, asociado, principalmente, a efectos base del componente energético, la inflación general de precios de consumo retomó valores más reducidos, situándose en marzo de 2018 en el 1,3 % (véase gráfico 1.2.2). Asimismo, la inflación subyacente, que excluye del índice general los componentes más volátiles, ha permanecido en niveles muy estables, en torno al 1 %, la mayor parte del período, pese a la reducción de la brecha de producción y al impacto proveniente de los mayores precios del petróleo. Este comportamiento de los precios responde a la confluencia de distintos factores que han afectado también al resto de las economías desarrolladas. Estos factores incluyen algunos de carácter más estructural, como el aumento de la competencia derivado de la globalización o la dinámica menos inflacionista vinculada

⁴ En concreto, para el caso español, las revisiones que han tenido lugar han sido las siguientes: Fitch llevó su calificación a A- en enero; S&P, en marzo, también a A-, y en abril DBRS a A y Moody's a Baa1.

a los avances tecnológicos, junto a otros que, aunque tienen un carácter más transitorio, han ejercido efectos muy persistentes, como los bajos niveles de los precios del petróleo y otras materias primas en años pasados. Además, en el caso de la zona del euro, la moderación de la inflación pudo responder también, en parte, a factores de naturaleza predominantemente interna, como la revalorización del euro y el moderado avance de los márgenes y de los costes laborales unitarios (CLU). Los salarios crecieron un 1,6 %, con un cierto repunte al final del año. Detrás de esta moderación salarial se encuentran factores de diversa índole, como el bajo crecimiento de la productividad, la existencia de mecanismos de indexación que toman como referencia el comportamiento pasado de la inflación o la persistencia de un grado de holgura del mercado laboral cuya cuantía excede la que se desprende de las mediciones más tradicionales del desempleo, debido sobre todo a la existencia de un número elevado de trabajadores con contrato a tiempo parcial que desearían ampliar la duración de su jornada (véase gráfico 1.2.3)⁵.

Las perspectivas de inflación moderada determinaron el tono acomodaticio de la política monetaria en 2017. El estímulo monetario continuó descansando en la actuación de un conjunto amplio de instrumentos de política monetaria, como viene ocurriendo desde 2014, ante la ausencia de signos claros de un aumento sostenido de la inflación hacia tasas coherentes con la definición de estabilidad de precios⁶. Los indicadores financieros de expectativas de inflación apuntaban al comienzo de 2017 a unas perspectivas de convergencia muy lenta de la tasa de variación de los precios de consumo hacia niveles próximos al 2 %, si bien constataban también que los riesgos de deflación se habían disipado (véase gráfico 1.3.1). En este escenario, los tipos de interés oficiales se mantuvieron en niveles muy reducidos, del 0 % en las operaciones principales de financiación y del -0,40 % en la facilidad de depósito (véase gráfico 1.3.2). Por otra parte, el Eurosistema continuó inyectando liquidez a través del programa de compra de activos privados y públicos a gran escala (APP, por sus siglas en inglés)⁷. Las adquisiciones netas de bonos públicos y privados alcanzaron los 780 mm de euros en 2017, de manera que, al final del año, la cartera del APP ascendía a casi 2,3 billones de euros (véase gráfico 1.3.3). Las compras brutas fueron superiores, ya que los vencimientos de valores adquiridos en los años anteriores se reinvirtieron, política que continuará durante un período largo después de la finalización de las adquisiciones netas. De forma complementaria, para reforzar la transmisión monetaria a través del canal de crédito, se celebró, en marzo de 2017, la última operación de financiación a largo plazo (TLTRO-II), que recibió una demanda de fondos excepcional y concluyó con una inyección neta de casi 217 mm de euros, elevando a más de 760 mm la financiación otorgada bajo los programas TLTRO. Por último, el BCE siguió apoyándose en la comunicación sistemática de orientaciones sobre el curso futuro tanto de los tipos oficiales como del APP para enfatizar la expectativa de que la política monetaria mantendrá un carácter acomodaticio durante un período de tiempo dilatado (véase gráfico 1.3.4).

La expansión de la actividad del conjunto del área del euro fue ganando firmeza, lo que condujo a algunos ajustes en los instrumentos de la política monetaria. En junio de 2017, la mejoría de las perspectivas económicas y la atenuación de los riesgos a la baja para la evolución de la inflación llevaron al BCE a retirar el sesgo acomodaticio que todavía

5 Estos factores se analizan con detalle en el recuadro 3, "El crecimiento de los salarios en el área del euro", del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2017, Banco de España.

6 La sección 4.2 de este capítulo contiene una descripción de las acciones emprendidas durante esta etapa por el BCE, en tanto que el recuadro 1.3 realiza una evaluación de su impacto sobre la actividad y los precios.

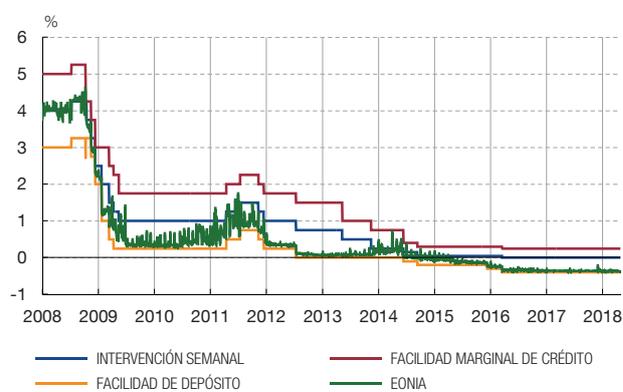
7 Los valores privados son bonos de titulación de activos, bonos garantizados (del tipo de las cédulas hipotecarias en España) y bonos corporativos, adquiridos, respectivamente, a través de los programas denominados ABSPP, CBPP-3 y CSPP, por sus siglas en inglés.

La política monetaria del BCE mantuvo su carácter expansivo ante la ausencia de signos claros de un aumento sostenido de la inflación hacia el valor de referencia, en un contexto de ligero repunte de las expectativas de inflación a medio plazo. Los estímulos monetarios se siguieron apoyando en unos tipos de interés oficiales históricamente bajos, en la adquisición de activos y en la política de comunicación. Las expectativas de tipos de interés permanecen en niveles reducidos.

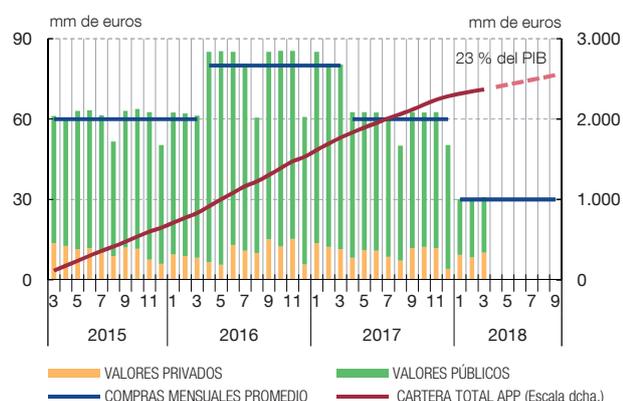
1 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA LA UEM
A partir de los swaps de inflación



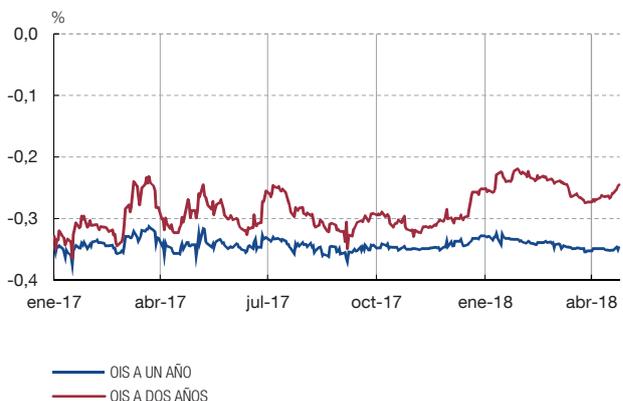
2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y EONIA



3 PROGRAMA DE COMPRA DE VALORES (APP)



4 EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS



FUENTES: Banco Central Europeo, Bloomberg y Thomson Reuters.



permanecía en sus indicaciones sobre los tipos de interés oficiales, eliminando la referencia a la posibilidad de que estos pudieran llegar a ser menores que los entonces vigentes. Meses después, en octubre, se anunció la extensión temporal del APP hasta al menos septiembre de 2018, junto a la reducción del ritmo de las adquisiciones netas mensuales, desde 60 mm de euros a 30 mm a partir de enero de 2018 (véase gráfico 1.3.3)⁸. La mejora de las perspectivas condujo a que, más recientemente, en marzo de 2018, se eliminara la referencia a que, ante un eventual deterioro de la situación económica o de las condiciones financieras hasta niveles incompatibles con el logro del objetivo de inflación, el Consejo se mantendría dispuesto a aumentar el tamaño y/o la duración del programa de compras. No obstante, los progresos observados en la convergencia de la inflación hacia tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria son todavía insuficientes, lo que justifica que esta siga orientada al mantenimiento de condiciones financieras holgadas.

⁸ Véase el recuadro “Las decisiones de política monetaria adoptadas en octubre por el Consejo de Gobierno del BCE”, del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2017, Banco de España.

Las previsiones disponibles sugieren la continuidad a medio plazo de la actual fase expansiva y una convergencia gradual de la tasa de inflación al objetivo de estabilidad de precios. La información recibida en la parte transcurrida de 2018 apunta a un mantenimiento de la expansión económica, aunque a un ritmo inferior al registrado a finales de 2017. En el ámbito de los precios, se espera que la ampliación de la brecha positiva de producción se traduzca en un aumento gradual de la inflación subyacente.

En un horizonte temporal más amplio, hay margen de mejora en la utilización de los factores productivos, de forma que contribuyan a la continuidad de la fase expansiva. El elevado paro juvenil y de larga duración, así como el alto porcentaje de trabajadores con jornada parcial involuntaria y la moderada recuperación del total de horas trabajadas, sugiere que, a pesar de la significativa reducción de la tasa de paro, el grado de infrautilización del factor trabajo es todavía elevado (véanse gráficos 1.2.3 y 1.2.4). Por otro lado, tras los bajos niveles de inversión privada de los años pasados, en un entorno de desapalancamiento de empresas y familias, cabe esperar para los próximos años un fortalecimiento de las tasas de inversión, sustentado en la mejora observada de sus determinantes y apoyado por el saneamiento de los balances bancarios. Asimismo, es deseable un repunte de la inversión pública, en especial en aquellos países con mayor margen presupuestario, lo que contribuiría a que la corrección de los desequilibrios por cuenta corriente en el área del euro recaiga de una forma más simétrica entre los países superavitarios y los deficitarios⁹. Por otro lado, un mayor dinamismo de la inversión agregada ayudaría a corregir la persistencia del elevado superávit por cuenta corriente en el conjunto del área del euro y a elevar el ritmo de crecimiento potencial.

3 La prolongación de la fase expansiva de la economía española en 2017

La trayectoria expansiva de la economía española se prolongó en 2017, con un crecimiento del PIB que volvió a superar el 3% por tercer año consecutivo. En concreto, el producto aumentó un 3,1%, dos décimas menos que el año anterior (véanse cuadro 1.1 y gráfico 1.4.1). La aportación de la demanda nacional al avance del PIB fue de 2,8 pp, tres décimas mayor que en 2016, con un cierto aumento de la contribución de la inversión (véanse gráficos 1.4.2 y 1.4.3). La aportación de la demanda exterior neta fue positiva, de 0,3 pp, aunque menor que la de 2016, cuando ascendió a 0,7 pp. También por tercer ejercicio consecutivo, el avance del producto superó claramente al observado en el área del euro en su conjunto (véanse gráficos 1.4.1 y 1.4.4).

El crecimiento mostró una leve desaceleración hacia el final de 2017. La senda de avance del PIB apenas mostró oscilaciones en el transcurso del año pasado, que fue, en promedio, del 0,8% en tasa intertrimestral, similar a la que se viene observando desde mediados de 2014, con una ligera inflexión a la baja al final del año pasado. De este modo, el aumento de la incertidumbre política en el segundo semestre, como consecuencia de la situación en la comunidad autónoma de Cataluña (véase recuadro 1.1), habría tenido un impacto moderado sobre el crecimiento del PIB del conjunto de la economía española, y además se habría compensado con una mejora del contexto exterior¹⁰. La expansión se ha prolongado a un ritmo similar en el período ya transcurrido de 2018, dando lugar a una brecha cíclica positiva que se espera que siga aumentando en los próximos años¹¹.

⁹ Véase el capítulo 4, «La política fiscal en la UEM», *Informe Anual, 2016*, Banco de España.

¹⁰ El recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2017, Banco de España, repasa los efectos observados en el tramo final de 2017 como resultado de la incertidumbre asociada a la situación política en Cataluña. A su vez, el recuadro 1.1 del *Informe de Estabilidad Financiera*, 11/2017, Banco de España, describe los posibles efectos de medio plazo bajo distintos escenarios hipotéticos referidos a la magnitud y la persistencia del repunte de la incertidumbre.

¹¹ Véase el recuadro 6, «Posición cíclica de la economía española», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Demanda y producto (b)						
Producto interior bruto	-2,9	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,1
Consumo privado	-3,5	-3,1	1,5	3,0	3,0	2,4
Consumo público	-4,7	-2,1	-0,3	2,1	0,8	1,6
Formación bruta de capital	-9,5	-4,6	5,8	8,7	3,1	5,5
Inversión en equipo	-6,2	4,9	6,0	11,6	4,9	6,1
Inversión en construcción	-12,3	-8,6	4,2	3,8	2,4	4,6
Vivienda	-10,3	-10,2	11,3	-1,0	4,4	8,3
Otras construcciones	-13,9	-7,3	-1,1	7,9	0,9	1,5
Exportación de bienes y servicios	1,1	4,3	4,3	4,2	4,8	5,0
Importación de bienes y servicios	-6,4	-0,5	6,6	5,9	2,7	4,7
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB	-5,1	-3,2	1,9	3,9	2,5	2,8
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB	2,2	1,5	-0,5	-0,4	0,7	0,3
Empleo, salarios, costes y precios (c)						
Empleo total	-4,8	-3,4	1,0	3,2	3,0	2,8
Tasa de ocupación (d)	56,5	55,6	56,8	58,7	60,5	62,1
Tasa de paro	24,8	26,1	24,4	22,1	19,6	17,2
Remuneración por asalariado	-0,6	1,4	0,1	1,6	-0,3	0,1
Productividad aparente del trabajo	2,0	1,8	0,3	0,3	0,3	0,2
Costes laborales unitarios	-2,5	-0,4	-0,2	1,4	-0,6	-0,1
Defactor del PIB	0,1	0,4	-0,2	0,6	0,3	1,0
Índice de precios de consumo (fin de período)	2,9	0,3	-1,0	0,0	1,6	1,1
Índice de precios de consumo (media anual)	2,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	-0,1	0,2	-0,6	-0,7	-0,1	0,1
Precio de la vivienda	-13,7	-10,6	0,3	3,6	4,7	6,2
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación y saldo financiero (e)						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	0,1	2,1	1,5	1,7	2,1	2,0
Administraciones Públicas	-10,5	-7,0	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1
Administraciones Públicas (sin ayudas a Instituciones financieras)	-6,8	-6,7	-5,8	-5,2	-4,3	-3,1
Hogares e ISFLSH	2,2	4,0	3,4	2,3	1,6	-0,3
Empresas	8,3	5,1	4,1	4,7	5,1	5,4
Instituciones financieras	6,9	2,2	2,3	1,8	2,0	2,4
Sociedades no financieras	1,4	2,9	1,8	2,9	3,1	2,9
Posición de Inversión Internacional neta	-89,9	-95,2	-97,8	-89,7	-83,4	-80,8
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	85,7	95,5	100,4	99,4	99,0	98,3
Indicadores monetarios y financieros (f)						
Tipo de intervención semanal del BCE	0,9	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0
Tipo de la deuda pública a diez años	5,8	4,6	2,7	1,7	1,4	1,6
Tipo sintético del crédito bancario	4,1	4,1	3,8	2,9	2,7	2,6
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	767,5	879,8	1.066,6	1.080,5	879,2	1.034,5
Tipo de cambio dólar/euro	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	100,2	101,5	101,5	99,3	99,9	100,8
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	107,2	106,9	106,0	104,7	103,6	103,2
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	106,6	104,8	104,0	105,2	103,5	102,3
Financiación total de las familias	-3,8	-5,2	-3,6	-2,1	-2,0	-1,3
Financiación total de las empresas no financieras	-6,4	-6,1	-3,7	-0,4	-0,4	0,2

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.

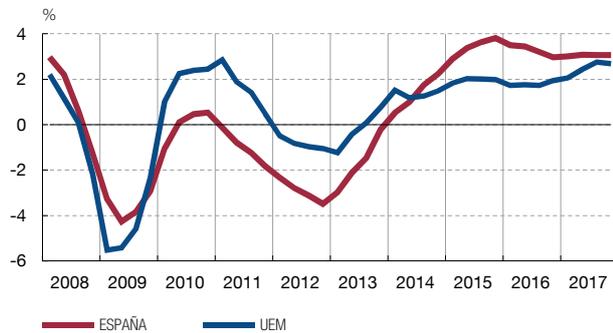
f Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los pasivos financieros.

g Base I TR 1999 = 100.

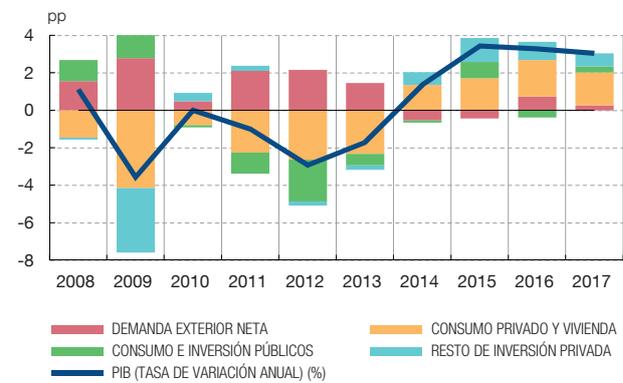
h Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

El PIB volvió a crecer a una tasa superior al 3 %, con un perfil temporal relativamente uniforme a lo largo del año. El comportamiento expansivo de la demanda nacional se vio favorecido por unas condiciones financieras holgadas. La contribución de la demanda exterior neta volvió a ser positiva, aunque algo menor que en 2016, en un contexto de repunte tanto de las exportaciones como, sobre todo, de las importaciones.

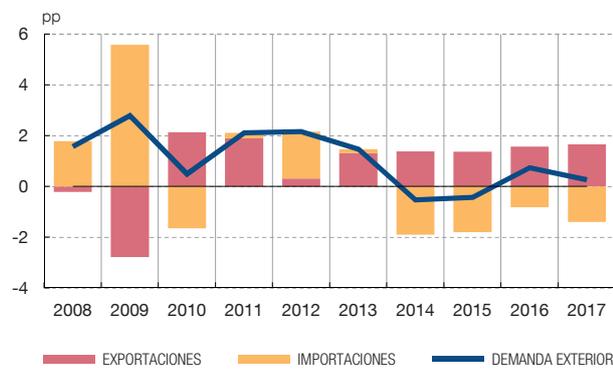
1 EVOLUCIÓN DEL PIB: ESPAÑA Y UEM
Tasas de variación interanual en términos reales



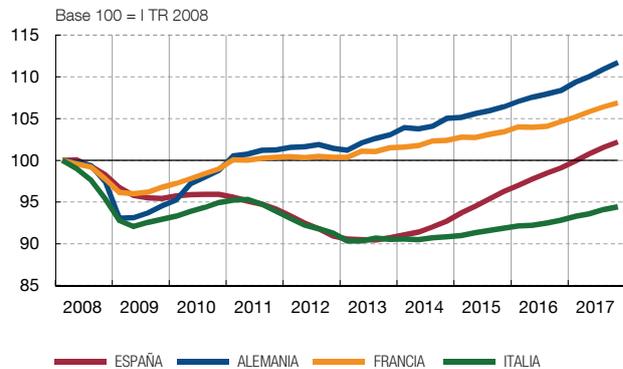
2 PIB, COMPONENTES DE LA DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR
Tasas de variación anual y aportaciones al crecimiento



3 DEMANDA EXTERIOR NETA
Aportaciones al crecimiento del PIB



4 EVOLUCIÓN DEL PIB
Niveles en términos reales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

[Descargar](#)

Como en años anteriores, el ritmo de avance de la actividad volvió a superar las expectativas previas al inicio del ejercicio. En concreto, el Banco de España proyectó en diciembre de 2016 que el crecimiento en 2017 sería del 2,5 %, 6 décimas por debajo del finalmente observado. En general, todos los componentes de la demanda final aumentaron más de lo esperado, destacando la mayor fortaleza, en comparación con las proyecciones, de las exportaciones y la inversión.

La sorpresa positiva es atribuible principalmente a un comportamiento de los mercados exteriores más favorable que el contemplado antes del inicio del año. La formulación de las previsiones macroeconómicas descansa habitualmente en un conjunto de supuestos técnicos acerca de diversas variables sobre las que se condiciona la proyección. La brecha entre las previsiones y el dato de crecimiento del PIB observado en 2017 se explicaría, en gran parte, porque se produjo una desviación significativa en el comportamiento de los mercados exteriores, que resultó más favorable que el esperado a finales de 2016. Por su parte, las desviaciones en el resto de los supuestos técnicos (tipos de interés, cotizaciones bursátiles, precios del petróleo, etc.) habrían tenido, en conjunto, un impacto mucho menor. Para llegar a esta conclusión se han comparado las proyecciones de crecimiento del PIB en 2017 realizadas en diciembre de 2016 mediante el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) utilizando el conjunto de supuestos vigente en aquel momento,

con las que se hubieran obtenido de haberse conocido entonces los valores de los supuestos finalmente observados¹². El hecho de que el crecimiento observado, del 3,1 %, excediera en dos décimas a la previsión del MTBE, una vez conocidos los supuestos sobre los que se condiciona la proyección, sugiere que pudieron operar, en sentido positivo, otros factores distintos de los que recogen las relaciones históricas estimadas en el modelo.

Los precios y costes de la economía volvieron a mostrar crecimientos muy moderados. Los precios de consumo aumentaron, por término medio, un 2 % en 2017, pero ese incremento se vio condicionado por el mayor nivel, en media anual, de los precios del petróleo, de modo que la tasa de avance del indicador que excluye el componente energético fue muy inferior, del 1,2 %. El deflactor del PIB, que aproxima los precios de los bienes producidos en el interior del país, registró un avance similar a esta última cifra, del 1 %, como resultado de un crecimiento muy modesto de los costes laborales por unidad de valor añadido, que en la economía de mercado aumentaron un 0,2 %, mientras que el incremento del excedente unitario, incluyendo impuestos, fue cercano al 2,5 %.

3.1 LA FORTALEZA
DE LA ACTIVIDAD
SE EXTENDIÓ
A LA MAYORÍA
DE LOS COMPONENTES DE
DEMANDA

En 2017, las condiciones financieras de las familias españolas continuaron siendo muy holgadas. El mantenimiento del tono expansivo de la política monetaria está permitiendo que los tipos de interés medios de la financiación bancaria sigan en niveles reducidos, próximos a sus mínimos históricos (véase gráfico 1.5.1). Además, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) recogió una ligera mejoría del acceso al crédito durante el conjunto del ejercicio, lo que ha favorecido que la actividad crediticia continúe recuperándose (véase gráfico 1.5.2). El avance de las nuevas operaciones se ha traducido en una moderación de la tasa de retroceso del saldo de deuda de las familias (del 1,3 % en diciembre de 2016 al 0,8 % un año después). Por finalidades, esta evolución fue resultado de una menor contracción del crédito para compra de vivienda y de un mayor dinamismo de los préstamos para el consumo y otros fines.

Como viene ocurriendo desde que se desencadenó la crisis, el reducido nivel de los costes de financiación ha seguido siendo un factor de soporte de las rentas de los hogares. Así, se estima que el descenso acumulado de los tipos de interés entre 2008 y 2017 ha contribuido a elevar la renta disponible de los hogares en 2017 en alrededor de un punto porcentual, en términos netos¹³.

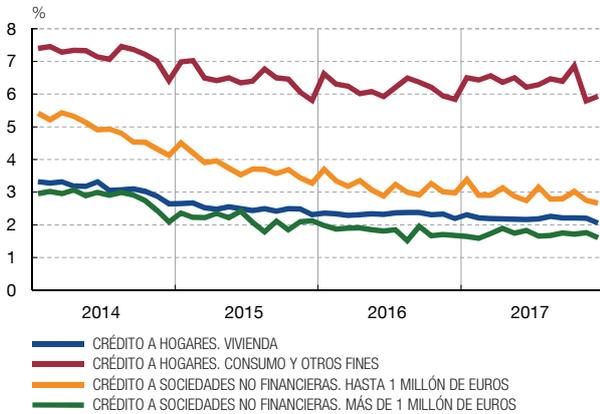
La situación patrimonial de las familias continuó reforzándose a lo largo de 2017, lo que contribuyó también a impulsar el gasto del sector. La deuda de los hogares descendió hasta situarse por debajo del 100 % de su renta bruta disponible (RBD) y el 61 % del PIB, ratios todavía algo superiores, aunque ya muy próximas, a las del promedio del área del euro. La riqueza neta del sector también ha venido impulsada por el aumento del valor de los activos, especialmente los inmobiliarios, con un aumento del precio de la vivienda del 7,2 % en 2017 (véase gráfico 1.6.1).

12 En concreto, las proyecciones del modelo antes de la introducción del juicio de los expertos hubieran sido en uno y otro caso de un 2,5 % y un 2,9 %, respectivamente. De la diferencia de 0,4 pp entre estos dos valores, tres cuartas partes se explicarían porque la evolución de los mercados exteriores fue mejor que la proyectada, siendo el resto atribuible a las sorpresas en los demás supuestos en su conjunto. Véase *New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1709, Banco de España, para una descripción tanto de los principales mecanismos del modelo como de las simulaciones de los efectos de los errores en los supuestos sobre los que se condiciona la proyección.

13 Esta reducción de los tipos de interés ha afectado tanto a las operaciones de activo como a las de pasivo, con un impacto muy heterogéneo sobre las rentas de los distintos hogares, en función del signo y magnitud de sus activos netos, como ilustra el hecho de que las cifras relativas al efecto acumulado de la caída de tipos de interés entre 2008 y 2017 sobre la renta disponible de este último año a través de los intereses recibidos y pagados hayan sido, respectivamente, de -2,9 pp y 3,9 pp.

Las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades no financieras han continuado siendo muy favorables, permaneciendo los costes de financiación en niveles históricamente reducidos. También ha seguido mejorando el acceso de estos sectores al crédito bancario, en particular en el caso de las pymes. En este contexto, la actividad crediticia ha seguido recuperándose.

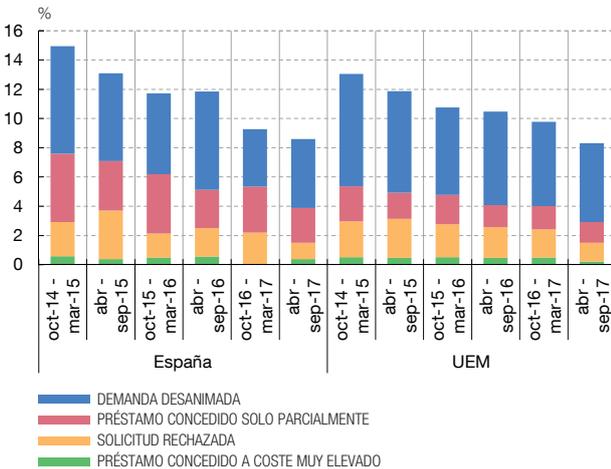
1 TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO BANCARIO. ESPAÑA



2 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A LOS HOGARES. CRECIMIENTO INTERANUAL (b)



3 PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (a)



4 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A LAS SOCIEDADES. CRECIMIENTO INTERANUAL (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Este indicador recoge la proporción de sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente, a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por estas como muy elevado y las que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada).
- b Flujo acumulado de tres meses.



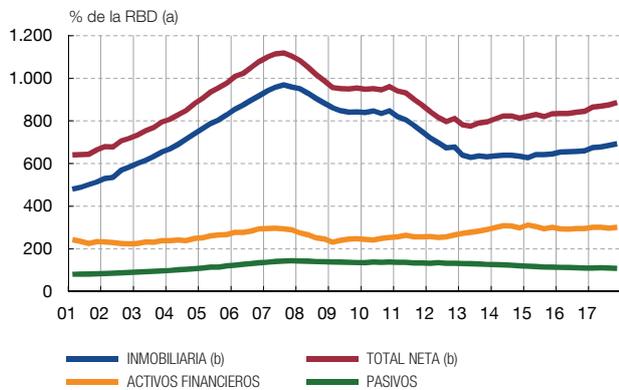
Entre 2014 y 2017, los salarios reales han crecido un 0,4 % en términos acumulados. Esta evolución encubre subperíodos muy distintos, con un aumento de los salarios reales de 2,4 pp entre 2014 y 2015, una estabilización en 2016 y una pérdida de poder adquisitivo de 2 pp en 2017, vinculada al repunte del componente energético de la inflación.

La ralentización de la renta real de las familias condujo, dada la menor magnitud de la pérdida de empuje del consumo, a una intensificación del descenso de la tasa de ahorro. Las rentas de los hogares crecieron un 2 % en términos nominales en 2017, tasa similar a la observada un año antes. No obstante, el repunte inflacionista debido al componente energético de los precios de consumo hizo que, en términos reales, el avance de la renta fuera solo del 0,2 % (1,8 pp menos que un año antes) (véase gráfico 1.7). La magnitud de la desaceleración del consumo privado en términos reales fue muy inferior —de 6 décimas,

LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS HA SEGUIDO FORTALECIÉNDOSE GRÁFICO 1.6

En 2017, la posición patrimonial de los hogares y las sociedades no financieras españolas ha continuado fortaleciéndose, con reducciones adicionales de sus ratios de endeudamiento y, en el caso de las familias, también aumentos de su riqueza neta, apoyados fundamentalmente por el incremento de los precios de la vivienda. El descenso de las ratios de endeudamiento, junto con la caída del coste medio de los pasivos, se ha traducido en una reducción del grado de presión financiera.

1 RIQUEZA. HOGARES



2 DEUDA (c) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

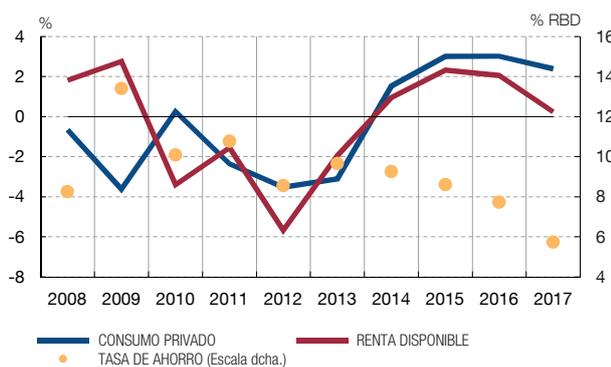
- a Datos acumulados de cuatro trimestres.
- b Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de estas y del precio del metro cuadrado.
- c Recursos ajenos con coste.
- d Serie ajustada por estacionalidad y calendario.



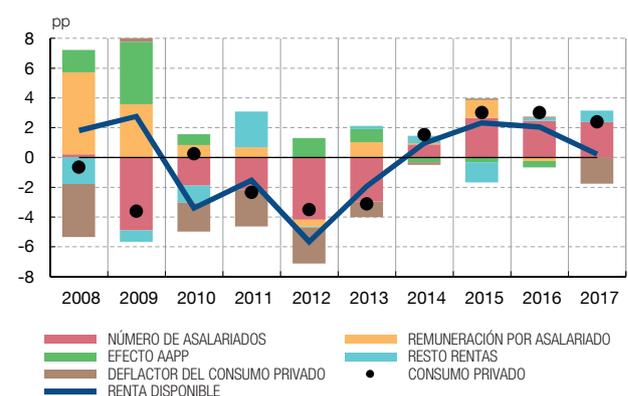
LA RENTA REAL DE LOS HOGARES SE MODERA Y LA TASA DE AHORRO ACELERA SU DESCENSO GRÁFICO 1.7

La caída continuada de la tasa de ahorro en los últimos años estaría asociada a factores tales como la disminución de la incertidumbre y la satisfacción de la demanda embalsada, sobre todo de bienes duraderos, durante la crisis. En 2017 las rentas de los hogares siguieron creciendo a un ritmo elevado en términos nominales. No obstante, el repunte de la inflación hizo que, en términos reales, la renta se ralentizara significativamente. Dado que las familias redujeron su consumo en menor medida, se aceleró el descenso de la tasa de ahorro.

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.



hasta el 2,4 % —, por lo que la compresión de las rentas de los hogares dio lugar a una reducción de 2 pp de su tasa de ahorro, hasta el 5,7 % de la renta disponible, su nivel más bajo desde la creación de la unión monetaria.

La disminución de la tasa de ahorro en 2017 supone la prolongación de una tendencia a la baja que se ha venido produciendo durante los últimos ocho años. En España,

las fluctuaciones de la tasa de ahorro desde el inicio de la crisis han resultado mucho mayores que en los países centrales del área del euro, puesto que también lo han sido las oscilaciones del consumo y la renta. La tasa de ahorro de los hogares españoles aumentó al inicio de la crisis, hasta alcanzar un nivel superior al 13 % de la renta disponible a finales de 2009¹⁴. Desde entonces hasta el cierre de 2017, ha venido experimentando un descenso gradual, que, en términos acumulados, ha superado los 7 pp. Las causas de este retroceso han variado a lo largo del tiempo. Durante la recesión, la reducción de la tasa de ahorro estuvo vinculada a la necesidad de mantener el gasto en bienes y servicios esenciales en un contexto de fuerte caída de las rentas de los hogares. El aumento de la incertidumbre llevó a los hogares a posponer una parte sustancial de sus decisiones de consumo, pero no aquellas que responden a la satisfacción de las necesidades más básicas¹⁵.

Varios aspectos de la recuperación habrían propiciado una reducción sostenida del ahorro de los hogares. En concreto, la mejora de la situación en el mercado de trabajo ha contribuido a la disminución de la necesidad de ahorrar por motivo precaución. Con el trasfondo del aumento del empleo y las rentas, y de la reducción de la incertidumbre, los hogares han incrementado su adquisición de bienes y servicios de consumo y, en particular, han satisfecho las decisiones de gasto que pospusieron durante la crisis, lo que ha ido conduciendo a una absorción progresiva de la demanda embalsada¹⁶. Además, el nivel reducido de los tipos de interés ha podido moderar los incentivos al ahorro, y las condiciones financieras favorables han estimulado el consumo con cargo al endeudamiento. Finalmente, la recuperación ha coincidido con un aumento de la participación dentro del total de las rentas de las procedentes del trabajo, factor que habría contribuido asimismo a alentar una reducción de la tasa de ahorro, dado que la propensión marginal a consumir de las rentas laborales es mayor que en el caso de las restantes fuentes de renta¹⁷.

A futuro, el margen de los hogares para reducir más su ahorro parece limitado. Tras los descensos acumulados, el nivel actual de la tasa de ahorro se sitúa algo por debajo del nivel precrisis. No obstante, hay que tener en cuenta que el significativo descenso de la deuda de los hogares ha aminorado la porción de ahorro que ha de ser destinada a la amortización de ese endeudamiento y que ahora puede ser asignada al gasto corriente. A estos efectos, se puede considerar una definición alternativa de la tasa de ahorro, que descuenta de esta una estimación de los pagos realizados por las familias en concepto de amortización de la deuda. Bajo esta definición, la tasa de ahorro se situaría todavía unos 2 pp por encima del mínimo de 2008, como reflejo del desendeudamiento acometido por el sector en el período transcurrido desde entonces.

14 Ó. Arce, E. Prades y A. Urtañun (2013), en «La evolución del ahorro y del consumo de los hogares españoles durante la crisis», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, encuentran como posible causa del descenso de la tasa de ahorro a partir de 2010 la existencia de umbrales mínimos de consumo de algunos productos.

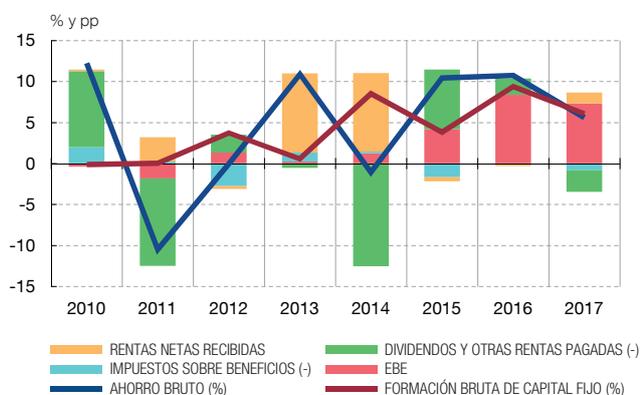
15 Véase el artículo analítico «La recuperación del consumo privado en España por tipo de producto y hogar», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España. J. González Mínguez y A. Urtañun (2015), en «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, documentan el impacto diferencial de la crisis sobre diversas categorías de bienes y servicios, encontrando que los bienes duraderos y los bienes y servicios no esenciales experimentaron caídas notablemente más intensas en la crisis (y avances también muy superiores en la recuperación) que otros productos de primera necesidad o cuyo consumo no es posible ajustar (por ejemplo, por la existencia de obligaciones contractuales).

16 Véase el recuadro 4 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2017, Banco de España.

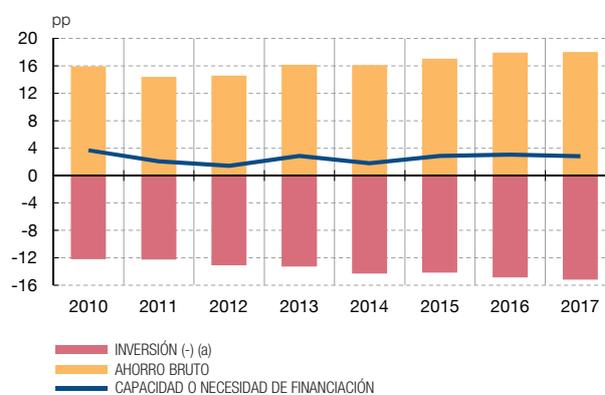
17 G. de Bondt, A. Gieseck y Z. Zekaite, *Forecasting euro area private consumption using thick modelling*, Banco Central Europeo, mimeo.

Las condiciones financieras benignas y la mejora de la posición financiera de las SNF favorecieron el crecimiento de la inversión empresarial, en un contexto de fortaleza de la demanda final. La generación de rentas del sector fue intensa, de modo que, a pesar del dinamismo de la inversión, el sector siguió presentando una elevada capacidad de financiación.

1 AHORRO EMPRESARIAL Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
Crecimiento nominal y contribuciones



2 CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS
% del PIB



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye las transferencias de capital netas.



Los hogares registraron una necesidad de financiación en 2017, tras haber experimentado una capacidad de financiación desde el segundo trimestre de 2009, en un contexto de repunte significativo de la inversión residencial. La inversión en vivienda aumentó un 8,3 % el pasado ejercicio (3,9 pp más que un año antes), favorecida por la fortaleza de la creación de empleo y unas condiciones financieras propicias. Además, prosiguió la pujanza de la demanda procedente del extranjero, pues el retroceso de los compradores británicos se vio compensado por las adquisiciones efectuadas por residentes de otros países. El repunte de la inversión residencial, en el contexto descrito de disminución del ahorro, llevó a que los hogares dejaran de ser prestamistas netos al resto de los sectores de la economía. En concreto, la necesidad de financiación de las familias ascendió al 0,3 % del PIB en 2017, en contraste con la capacidad de financiación del 1,6 % de 2016 o el promedio superior al 3 % en el bienio 2014-2015.

La evolución favorable de los beneficios empresariales ha seguido alentando la inversión de las sociedades no financieras (SNF). De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional, el excedente bruto de explotación del sector habría conservado un elevado dinamismo en 2017, al aumentar un 5,5 %, ritmo levemente menor al del año anterior (véase gráfico 1.8.1). En términos del ahorro bruto empresarial, la desaceleración fue mayor, al pasar del 10,8 % al 5,6 %, lo que se debió tanto al repunte de los dividendos pagados como al impacto de los cambios en la imposición sobre sociedades¹⁸.

Al igual que en el caso de los hogares, las condiciones de financiación de las SNF, en términos tanto de coste como de disponibilidad de fondos, han continuado favoreciendo las decisiones de gasto. El coste de los recursos ajenos se ha mantenido en niveles históricamente reducidos, con un leve descenso adicional en el caso de los préstamos

18 La información procedente de la Central de Balances apunta asimismo a un comportamiento dinámico de los beneficios para el caso de las empresas de mayor tamaño, con un crecimiento de los resultados ordinarios del 7,4 %. Véase el artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2017: un avance de cierre del ejercicio», Banco de España.

por importe inferior al millón de euros, segmento en el que se concentran las operaciones con las pymes (véase gráfico 1.5.1). Asimismo, la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) evidencia una nueva mejoría del acceso al crédito por parte de las sociedades de menor tamaño, de modo que el porcentaje de pymes españolas que declaran estar financieramente restringidas se sitúa por debajo del 9 %, en línea con la media del área del euro (véase gráfico 1.5.3).

Este contexto ha apoyado una continuación de la expansión del volumen de nuevas operaciones de financiación ajena. La recuperación de la actividad del mercado crediticio fue particularmente pronunciada en el segmento que recoge la actividad con pymes (véase gráfico 1.5.4). En términos de saldos, el avance del volumen de nuevas operaciones ha propiciado que la tasa de retroceso del crédito a las SNF residentes se moderara ligeramente a lo largo de 2017 (del 1,1 % a finales de 2016 al 0,6 % un año después)¹⁹. Por su parte, la financiación mediante la emisión de valores de renta fija mostró un notable dinamismo, particularmente en la primera mitad de 2017, contribuyendo a que el flujo de financiación ajena (crédito de entidades residentes, valores de renta fija y préstamos exteriores) fuera positivo, en el conjunto del ejercicio, por primera vez desde 2010. Con ello, ha aumentado el peso de la financiación con valores de renta fija dentro del total, dando así continuidad al proceso de desintermediación bancaria iniciado a raíz de la crisis, que, en el período más reciente, se habría visto impulsado, entre otros factores, por el programa de compra de deuda corporativa (CSPP, por sus siglas en inglés) del BCE iniciado en junio de 2016²⁰.

Otro factor importante de soporte de las decisiones de inversión de las empresas no financieras ha sido el fortalecimiento de su posición patrimonial. La ratio de endeudamiento agregada del sector siguió descendiendo en 2017, hasta situarse al cierre del ejercicio en el 78 % del PIB, similar al promedio del área del euro, cuando a mediados de 2010 se situaba casi 40 pp por encima. Esta disminución del endeudamiento, unida a la ligera reducción del coste medio de su saldo vivo, se tradujo en una disminución adicional de la ratio de carga financiera, que, frente al 6 % observado a comienzos de 2009, se situó por debajo del 2 % del PIB. Esta cota históricamente reducida, junto con la caída de la deuda, explican el bajo grado de presión financiera que soporta el conjunto del sector (véase gráfico 1.6.2).

Las condiciones financieras favorables y la mejora de los balances empresariales propiciaron que la inversión de las sociedades no financieras aumentara en 2017 en torno a un 5 %, en términos reales²¹. Este ritmo de avance, aunque elevado, fue ligeramente inferior al mostrado, por término medio, en los tres primeros años de la recuperación. Como viene sucediendo a lo largo de todo este período, el dinamismo del gasto en inversión

19 En junio de 2017, una entidad de crédito llevó a cabo una operación intragrupo por la cual los préstamos concedidos a una filial inmobiliaria se convirtieron en participaciones de capital de la matriz. Como consecuencia, se produjo una caída del 1,6 % en el saldo de crédito a las SNF. De no haber tenido lugar esta operación, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las SNF en diciembre de 2017 habría sido 1,6 pp más elevada.

20 Ó. Arce, R. Gimeno y S. Mayordomo (2017), *Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE*, Documentos de Trabajo, n.º 1743, Banco de España, documentan los efectos del CSPP sobre la financiación de las empresas españolas. En particular, el anuncio del programa hizo que las grandes empresas sustituyeran préstamos bancarios por emisiones de deuda. A su vez, el descenso en la demanda de crédito de estas empresas permitió que aumentara el otorgado a compañías de menor dimensión, que no suelen tener capacidad para acceder a los mercados primarios de deuda corporativa.

21 Esta tasa es una estimación propia, dado que la Contabilidad Nacional ofrece esa magnitud solamente en términos nominales.

de las empresas siguió apoyándose en la pujanza de la demanda final, cuyo crecimiento, del 3,3 %, fue de nuevo muy similar al del promedio de los tres años anteriores (véase el capítulo 3 de este Informe)²². El avance de la inversión volvió a exceder significativamente el consumo de capital fijo, a pesar de lo cual la utilización de la capacidad productiva siguió aumentando a lo largo del año como consecuencia de la fortaleza de la demanda. De esta manera, el sector volvió a presentar una notable capacidad de financiación, del 2,9 % del PIB (véase gráfico 1.8.2), como reflejo de la continuación del proceso de saneamiento de balances del conjunto de las sociedades no financieras.

Las exportaciones se aceleraron ligeramente en 2017, aunque lo hicieron en menor medida que los mercados a los cuales van destinadas. Las ventas exteriores de bienes y servicios avanzaron un 5 % en el conjunto del ejercicio (véase gráfico 1.9.1). Esta tasa, dos décimas mayor que la del año precedente, fue ligeramente menor que la que registraron los mercados exteriores. Esta evolución contrasta con lo ocurrido en 2016, cuando el crecimiento de las ventas al resto del mundo superó en más de 2 pp al de los mercados de destino. El patrón de menor dinamismo relativo de las exportaciones en comparación con su variable de escala es compartido cuando se atiende al desglose entre el área del euro y el resto del mundo, lo que sugiere que podría reflejar varios factores distintos a la apreciación del tipo de cambio registrada durante el año pasado, que, frente a los países desarrollados no pertenecientes a la UEM, ascendió al 2,4 % en términos efectivos nominales²³.

Las exportaciones de bienes fueron el único componente de las ventas al exterior que se aceleró. En concreto, las ventas de bienes al resto del mundo crecieron un 5 %, 1,9 pp más que en 2016 (véase gráfico 1.9.3). En 2017, se registró una expansión significativa de la base de empresas que comenzaron a desarrollar una actividad exportadora, si bien se moderó el crecimiento de la cifra de sociedades que lo hacen de forma estable, entendiendo como tal un período de al menos cuatro años (véase gráfico 1.9.4). En todo caso, el aumento registrado a partir de la crisis en el número de sociedades que exportan regularmente constituye un soporte estructural de las ventas al exterior. En particular, la evidencia empírica sugiere que las empresas generalmente empiezan a exportar a pequeña escala, aumentando sus volúmenes en una etapa posterior, tras comprobar que sus productos tienen éxito en los mercados de destino²⁴. Este mecanismo justificaría crecimientos del volumen de exportaciones por las empresas ya establecidas en los mercados foráneos incluso aunque se modere la ampliación de la base exportadora.

Como en 2016, dentro de las ventas al exterior destacó por su mayor dinamismo el componente de servicios turísticos. Estos servicios registraron un crecimiento del 8,5 %, inferior en 1,2 pp al del año anterior. La continuada fortaleza de esta rúbrica se apoyó, por el lado de la demanda, en la mejora de la situación económica en los países del área del euro y el aumento del peso de los turistas procedentes de otras regiones —cuyo gasto medio diario es más elevado— y, por el de la oferta, en las mejoras de calidad de los servicios proporcionados, lo que favorece la atracción de visitantes con mayor

22 El capítulo 3 de este Informe analiza en detalle la evolución de la inversión en equipo e intangibles durante la actual fase de recuperación. Entre los determinantes que explican el buen comportamiento de estas rúbricas, se enfatizan la relajación de las condiciones financieras, la disponibilidad de fondos propios, la reducción de la incertidumbre y la mayor orientación exportadora del sector empresarial.

23 El análisis de contribuciones al crecimiento de las exportaciones de las distintas variables explicativas sugiere que los factores no incluidos en las ecuaciones hicieron una aportación nula al avance de las ventas al exterior, a diferencia de 2016, cuando habrían aportado 3 pp (véase gráfico 1.9.2).

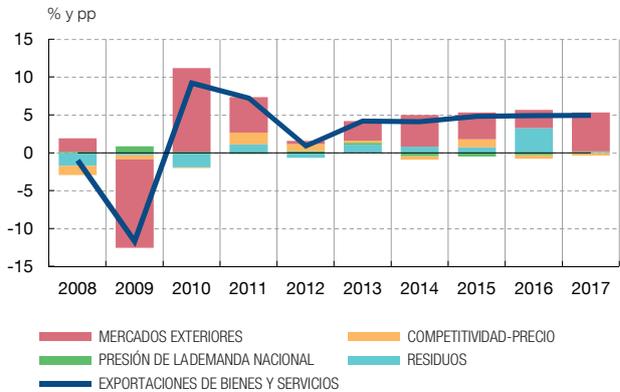
24 Véase C. Arkolakis, T. Papageorgiou y O. Timoshenko (2018), «Firm Learning and Growth», *Review of Economic Dynamics*, de próxima publicación.

El crecimiento de las ventas al exterior superó ligeramente al del año anterior. No obstante, la aceleración fue menor que la de los mercados exteriores. Por componentes, los servicios turísticos siguieron mostrando una notable fortaleza, mientras que, por el contrario, los otros servicios experimentaron un debilitamiento significativo. Las exportaciones de bienes se vieron favorecidas por el continuado aumento del número de empresas que venden al exterior.

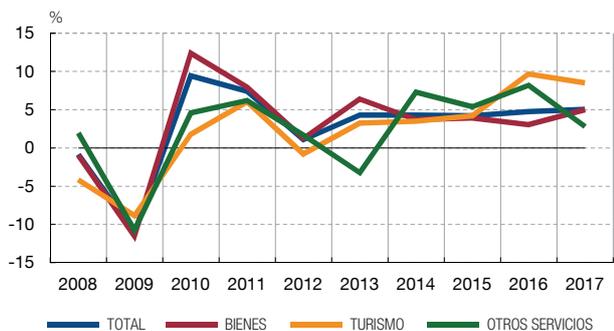
1 CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LOS MERCADOS EXTERIORES
Tasas de variación en términos reales



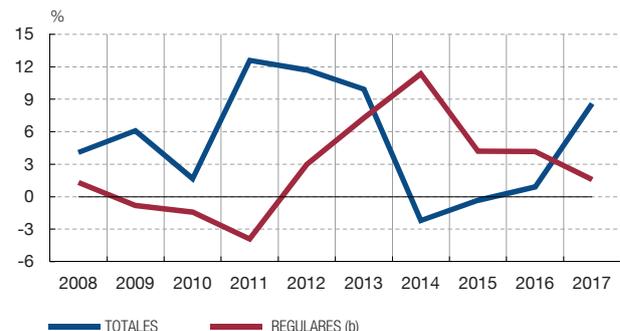
2 EXPORTACIONES TOTALES: CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIONES (a)



3 EVOLUCIÓN DE LOS DISTINTOS COMPONENTES DE LAS EXPORTACIONES
Tasas de variación en términos reales



4 EMPRESAS EXPORTADORAS: REGULARES Y TOTALES
Tasas de variación



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a A partir de la ecuación de exportaciones del modelo satélite del sector exterior del Banco de España.
- b Los exportadores regulares son aquellos que han exportado en el año de referencia y en cada uno de los tres inmediatamente precedentes.



capacidad de gasto²⁵. Por el contrario, no parece apreciarse una incidencia significativa de la depreciación de la libra sobre las llegadas de turistas británicos, que constituyen el principal mercado de visitantes a nuestro país²⁶. Con todo, a partir del tramo final de 2017 ha podido observarse un cierto debilitamiento de las exportaciones turísticas, posiblemente vinculado a los ataques terroristas perpetrados en agosto en Barcelona, al posterior episodio de incertidumbre en Cataluña, así como a la incipiente recuperación de destinos competidores del arco mediterráneo²⁷. Este último factor, junto con la fortaleza del euro

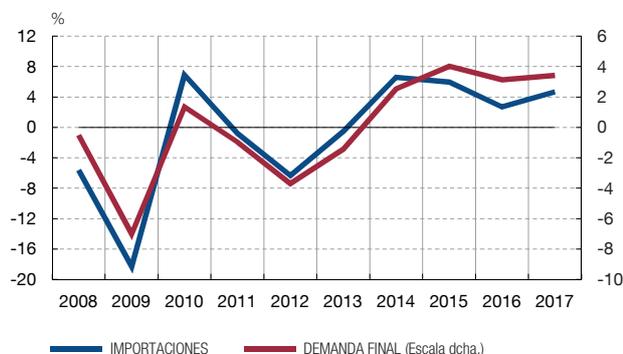
25 Para una clasificación de la oferta turística, véase «The Travel & Tourism Competitiveness Report 2017», *World Economic Forum* (2017). Para un mayor detalle acerca de la evolución reciente de los determinantes de las exportaciones de turismo, véase el recuadro 7, “El dinamismo del turismo no residente en 2016 y sus determinantes”, del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

26 Véase el recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.

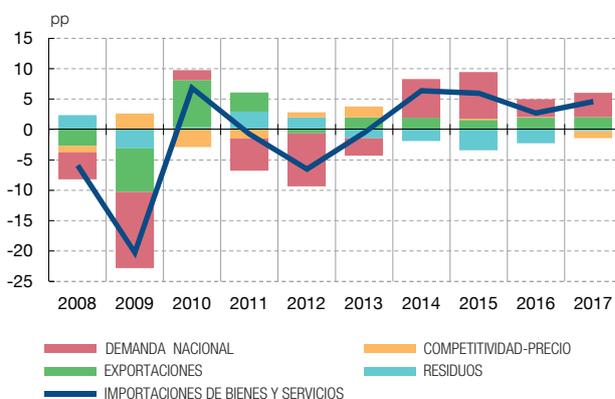
27 En 2017 se registraron aumentos significativos de las llegadas de turistas al norte de África y Oriente Medio, con repuntes de las tasas interanuales de unos 8 pp. Para una evaluación del impacto de las variaciones en los flujos de turistas hacia España como consecuencia de la evolución de estos destinos alternativos, véase el recuadro 7, “El dinamismo del turismo no residente en 2016 y sus determinantes”, del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

Tras el valor inusualmente bajo observado en 2016, la elasticidad de las importaciones a la demanda final aumentó en 2017. No obstante, sigue siendo reducida en relación con los valores históricos, lo que tiende a confirmar que las mejoras competitivas de la economía estarían dando lugar a un cierto proceso de sustitución de importaciones.

1 IMPORTACIONES Y DEMANDA FINAL
Tasas de variación



2 IMPORTACIONES TOTALES: CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIONES (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a A partir de la ecuación de importaciones del modelo satélite del sector exterior del Banco de España.



y el encarecimiento del petróleo, apunta a unas perspectivas de crecimiento más moderadas. Finalmente, las exportaciones de otros servicios suavizaron notablemente su ritmo de avance tras el excepcional comportamiento mostrado en 2016, focalizado en los servicios empresariales²⁸.

En general, el impacto, en términos de flujos comerciales, del brexit sobre la economía española parece haber sido, por el momento, reducido. En particular, las exportaciones al Reino Unido no parecen haber acusado el encarecimiento causado por la depreciación del tipo de cambio de la libra, pues no se han comportado de un modo distinto al de las que tienen como destino el conjunto de la UE, salvo por lo que respecta a las ventas de bienes de consumo, especialmente las de automóviles²⁹.

Por su parte, las importaciones aceleraron su ritmo de avance en 2017. Las compras al exterior repuntaron hasta el 4,7 % (1,2 pp más que en 2016), lo que, en parte, respondió a que la tasa de crecimiento de la demanda final fue algo mayor, pero, sobre todo, a un aumento de la elasticidad observada entre ambas variables en relación con los ejercicios precedentes. En cualquier caso, la elasticidad observada se situó por debajo de su valor promedio histórico (véase gráfico 1.10.1), en consonancia con la evidencia microeconómica que apunta a la existencia de indicios de un incipiente proceso de sustitución de consumos intermedios importados por producción nacional³⁰. A su vez, el repunte en la elasticidad de las importaciones a la demanda final durante 2017 podría explicarse, en parte, porque la composición de ese último agregado estuvo sesgada en mayor medida hacia rúbricas más intensivas en contenido importador, como la inversión en bienes de equipo y en activos intangibles y como las exportaciones.

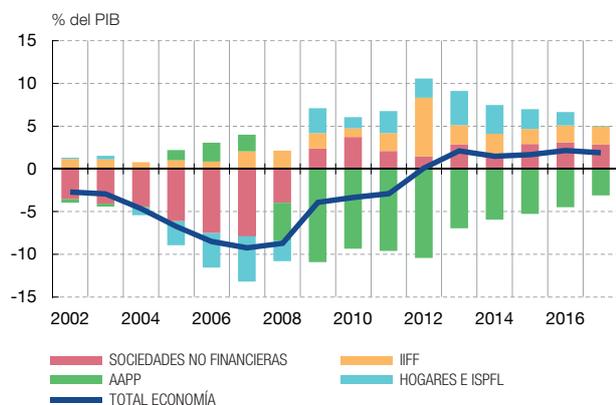
28 Véase el recuadro 7, “Las exportaciones netas de servicios no turísticos en España desde 2008”, del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

29 Véase artículo analítico «Un análisis de la exposición comercial de las empresas españolas al Reino Unido», Banco de España.

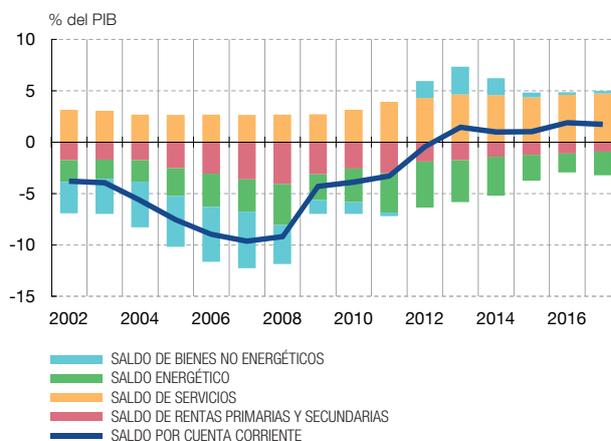
30 Véase el capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España.

Se registró un superávit por cuenta corriente muy similar al de 2016, en un contexto de deterioro de la relación real de intercambio, pero con mejora del saldo no energético real. En cuanto a los saldos sectoriales, destacan la desaparición de la capacidad de financiación de los hogares y la disminución del déficit público, mientras que las SNF volvieron a registrar una capacidad de financiación elevada

1 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR SECTORES



2 EVOLUCIÓN DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

[Descargar](#)

La capacidad de financiación del conjunto de la economía se redujo ligeramente, hasta el 2% del PIB (véase gráfico 1.11.1). El mantenimiento de saldos positivos frente al resto del mundo durante un período prolongado es un requisito imprescindible para reducir el elevado endeudamiento exterior de la economía española. En este sentido, el hecho de que la intensa expansión de la demanda interna a lo largo de la fase de recuperación esté siendo compatible con superávits exteriores de magnitud relativamente elevada constituye un rasgo positivo del actual ciclo expansivo³¹. En 2017, el déficit del comercio de bienes aumentó en 3 décimas, hasta el 1,9% del PIB, lo que reflejó, principalmente, el deterioro de la relación real de intercambio —que afectó tanto a los productos energéticos, en consonancia con el encarecimiento del petróleo, como a los no energéticos—, mientras que el saldo no energético registró una mejora significativa en términos reales, la primera desde 2013 (véase gráfico 1.11.2). Este descenso del saldo de bienes se vio contrarrestado parcialmente por una mejora del superávit de servicios —vinculado, sobre todo, al aumento de las exportaciones turísticas— y por una ligera reducción adicional del saldo negativo de la balanza de rentas, favorecida por el entorno de tipos de interés reducidos.

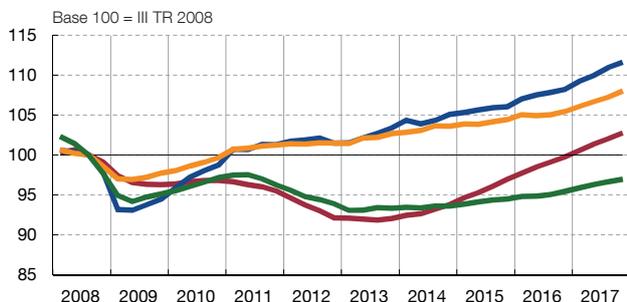
Desde una perspectiva sectorial, la fortaleza de la actividad fue generalizada por ramas. Entre las principales ramas, el valor añadido mostró su mayor crecimiento en la construcción, un 4,9%, que es la tasa más elevada desde 2001. Desde una perspectiva de más medio plazo, el valor añadido de los servicios en su conjunto fue, a finales de 2017, casi un 9% superior al previo a la crisis, mientras que el de la construcción es un 40% inferior y el de la industria es muy similar (véase gráfico 1.12). En comparación internacional, esta evolución contrasta con la de países como Alemania, donde el valor añadido en la industria y la construcción es significativamente mayor que el observado en 2008.

La creación de puestos de trabajo mantuvo su fortaleza. La cifra de ocupados aumentó un 2,8% en 2017 (véase gráfico 1.13.1), de modo que, desde el mínimo alcanzado

³¹ El capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España, contiene una estimación del componente estructural del saldo exterior.

En 2017, el valor añadido de la industria se situó en un nivel similar al previo a la crisis, mientras que el de los servicios era un 10 % superior y el de la construcción un 40 % inferior. En comparación internacional, el crecimiento del sector servicios desde el inicio de la recesión ha sido muy similar al observado en Alemania o Francia. Las divergencias son mayores en la industria, con una evolución más desfavorable en España que en esos dos países, y, sobre todo, en la construcción, como reflejo de la fuerte corrección observada en nuestro país.

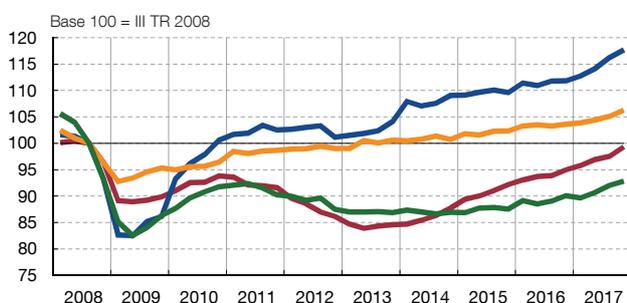
1 VALOR AÑADIDO. TOTAL ECONOMÍA



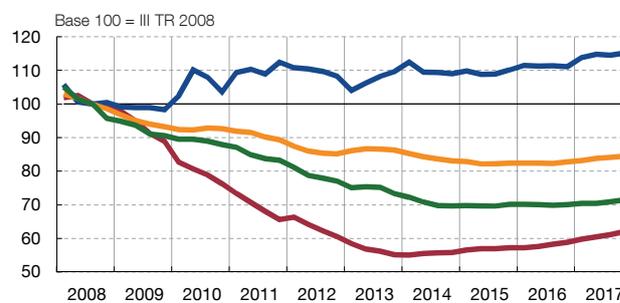
2 VALOR AÑADIDO. SERVICIOS



3 VALOR AÑADIDO. INDUSTRIA



4 VALOR AÑADIDO. CONSTRUCCIÓN



ESPAÑA ALEMANIA FRANCIA ITALIA

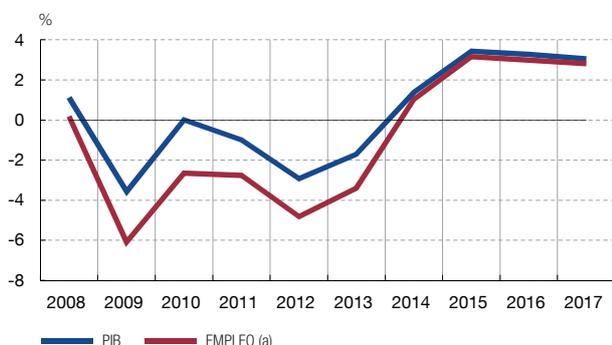
FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



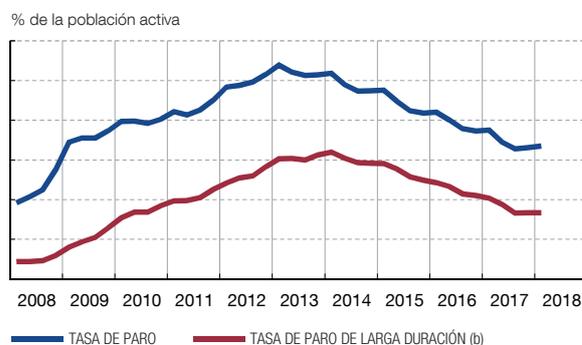
a finales de 2013, se han generado algo más de 1,9 millones de empleos. No obstante, el nivel actual es todavía un 10,4 % inferior al vigente a principios de 2008, cuando se registró el máximo histórico de ocupación. Este intenso proceso de creación de puestos de trabajo ha contribuido a reducir de modo significativo el elevado desempleo. En concreto, a finales de 2017, la tasa de paro se situaba en el 16,5 %, más de 10 pp por debajo del pico alcanzado a principios de 2013 (véase gráfico 1.13.2), aunque aún muy lejos del nivel observado en el promedio del área del euro (8,6 %). La disminución del desempleo se ha visto favorecida también por la evolución de la población activa, que mantuvo en 2017 la tónica de descensos de los últimos años, reflejando, principalmente, un incremento del peso de los grupos poblacionales de mayor edad, en un contexto de progresivo envejecimiento demográfico, parcialmente paliado por el aumento de la tasa de actividad de los grupos de mayor edad. La incidencia del paro de larga duración (esto es, la definición que considera aquellos individuos que llevan buscando un puesto de trabajo durante un período superior a un año) se redujo hasta el 50,4 % a finales de 2017, nivel que, tras la disminución de más de 10 pp acumulada a lo largo de los tres últimos años, es muy similar al promedio registrado en el área del euro (véase gráfico 1.13.3). No obstante, la incidencia del desempleo de larga duración sigue siendo muy elevada en determinados colectivos, en particular entre los individuos de menor formación (del 56,3 %).

El crecimiento de la productividad fue muy reducido, como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación. La creación de empleo y el descenso de la población activa permitieron que la tasa de paro siguiera descendiendo, aunque con menor intensidad en el colectivo que lleva más tiempo desempleado. Por último, continuó aumentando el porcentaje de asalariados con contratos temporales y reduciéndose los que realizan una jornada inferior a la habitual.

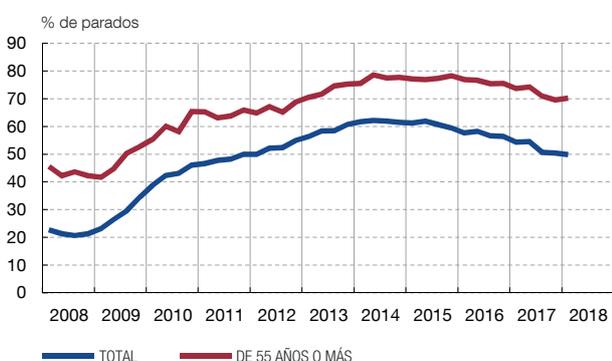
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y EMPLEO
Tasas de variación anual



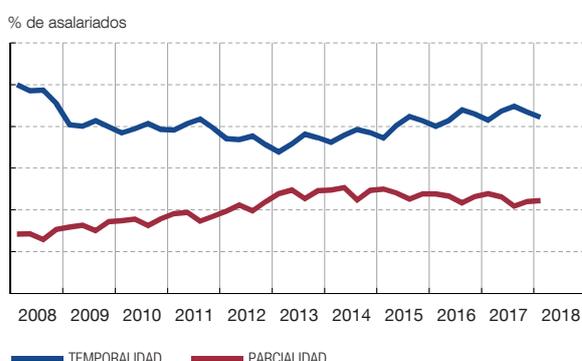
2 TASA DE PARO Y TASA DE PARO DE LARGA DURACIÓN



3 INCIDENCIA DEL PARO DE LARGA DURACIÓN (b)



4 RATIO DE TEMPORALIDAD Y PARCIALIDAD



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Empleo CNTR. Puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.

b Paro de larga duración: parados que llevan un año o más tiempo en desempleo. Incidencia: peso de los que llevan un año o más tiempo en desempleo, sobre el total de parados de cada categoría.

[Descargar](#)

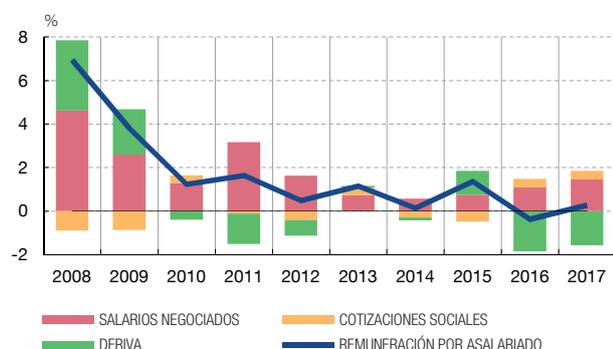
La generación de empleo fue más intensa en algunas de las ramas que mayor destrucción habían sufrido al comienzo de la crisis. Así, según la EPA, la ocupación creció más del 5% en la construcción y en torno al 3% tanto en la industria como en los servicios de mercado, mientras que en los servicios de no mercado apenas aumentó algo más del 1%. Además, se observó cierta ralentización en algunas de las actividades de servicios que mayor dinamismo venían mostrando en años anteriores, como la hostelería, el transporte y el comercio. En conjunto, no obstante, si se compara la estructura del empleo por ramas productivas a finales de 2017 con la vigente antes de la crisis, se observa una ganancia de peso de los servicios de 9 pp, repartidos por igual entre servicios de mercado y de no mercado, a costa de la industria (-2 pp) y la construcción (-7 pp).

3.2 LOS COSTES Y PRECIOS SIGUIERON MOSTRANDO REDUCIDOS RITMOS DE AVANCE

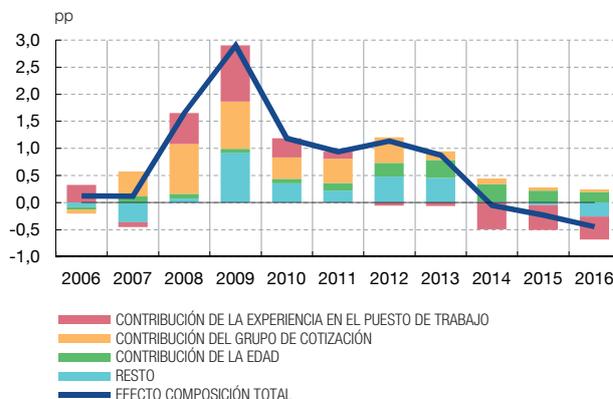
La fuerte creación de empleo ha ido de la mano de un aumento muy modesto de las retribuciones salariales a lo largo de toda la etapa de la recuperación. En el promedio del período 2014-2017, el crecimiento anual de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía ascendió al 0,4% (véase gráfico 1.14.1). En 2017, esa tasa fue del 0,1%. El aumento en las ramas de mercado, cuya magnitud fue una décima mayor, fue el resultado del comportamiento contrapuesto de sus dos principales componentes. Por un

Los salarios negociados en convenio se aceleraron moderadamente, pero la contribución de la deriva salarial al crecimiento de la remuneración por asalariado volvió a ser muy negativa, como reflejo, entre otros factores, del menor nivel retributivo de los nuevos entrantes a la situación del empleo. Además, la diferencia entre los niveles salariales de personas con antigüedad superior a un año y aquellas cuya antigüedad es inferior a un año ha aumentado desde la crisis.

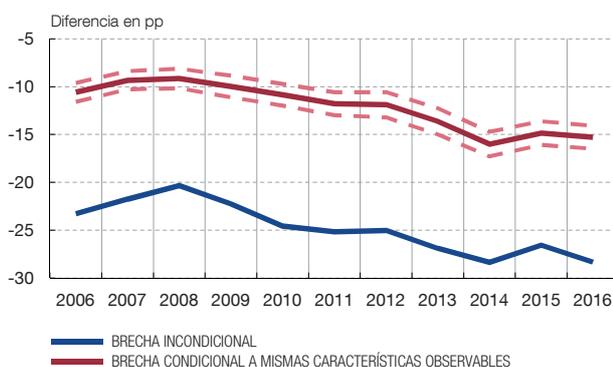
1 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO EN LA ECONOMÍA DE MERCADO
Crecimiento y contribuciones de los salarios negociados, deriva y cotizaciones sociales



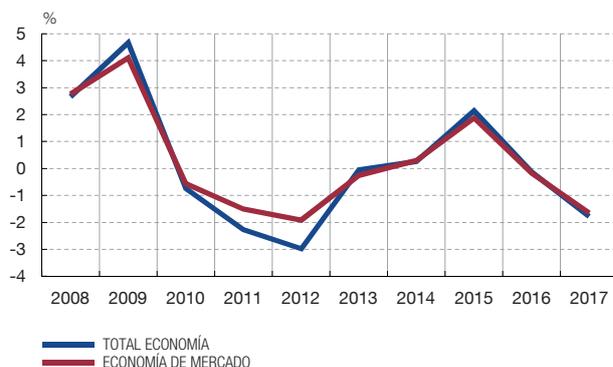
2 CONTRIBUCIÓN DE LOS DISTINTOS FACTORES A LOS EFECTOS COMPOSICIÓN EN LOS SALARIOS



3 BRECHA SALARIAL DE LOS NUEVOS ENTRANTES EN EL MERCADO DE TRABAJO (a)



4 SALARIOS REALES (b)
Tasas de variación anual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a La brecha salarial incondicional se define como la diferencia salarial en porcentaje entre un trabajador con menos de un año de antigüedad y el resto de los trabajadores. La brecha condicional se estima a partir de una ecuación de salarios en la que se controla por diferencias entre ambos grupos de trabajadores en cuanto a sexo, edad, nivel de estudios, nacionalidad, sector de actividad y tamaño de empresa.
- b El salario nominal es la remuneración por asalariado de la CNTR. El deflactor del salario nominal es el IPC.



lado, los salarios negociados en convenio crecieron un 1,4 % (cuatro décimas más que en 2016)³². Por otro lado, estos aumentos fueron compensados por la parte del crecimiento salarial no explicada por la negociación colectiva, esto es, el componente conocido como «deriva salarial», cuya aportación al crecimiento de la remuneración por asalariado fue de -1,5 pp, magnitud similar a la estimada para 2016.

La contribución negativa de la deriva salarial recoge, principalmente, efectos composición en el flujo de generación de empleo. La deriva negativa está teniendo lugar en un entorno de ritmos de avance muy reducidos de la productividad aparente del trabajo. Desde la perspectiva de las características individuales de los trabajadores, un factor que

32 En concreto, los incrementos pactados fueron mayores en los de nueva firma, un 1,8 %, que en los convenios revisados, que habitualmente reaccionan con mayor lentitud a la evolución de los determinantes salariales y que en esta ocasión reflejaron también en menor medida la mejoría del mercado de trabajo y el repunte de los precios de consumo.

estaría limitando simultáneamente los aumentos en los salarios y la productividad agregados sería el aumento del peso de los nuevos entrantes dentro del total de los ocupados, dado que la menor antigüedad de los primeros viene asociada a un nivel salarial (y, presumiblemente, de productividad) más reducido que la media. En concreto, a partir de la información procedente de los registros de la Seguridad Social, disponible hasta 2016, se estima que el mayor peso de los entrantes habría contribuido a reducir la remuneración media en algo más de 0,5 pp en cada uno de los tres años del período 2014-2016 (véase gráfico 1.14.2). Este efecto se habría visto parcialmente contrarrestado por otros cambios en las características de los trabajadores que operan en la dirección opuesta, como el aumento de la edad media de la población laboral o el incremento del nivel educativo medio. Adicionalmente, existe cierta evidencia de que, dadas las características del puesto de trabajo y de la persona ocupada, la diferencia salarial entre quienes tienen una antigüedad en el puesto de trabajo superior a un año y aquellos cuya antigüedad es inferior a un año ha aumentado desde la crisis (véase gráfico 1.14.3)³³.

Frente a la importancia de las características individuales, los cambios en la composición por sectores de la creación de empleo parecen tener un papel secundario a la hora de explicar los reducidos aumentos de los salarios y la productividad agregados. La creación de empleo está recayendo más que proporcionalmente en sectores donde el nivel de productividad es más reducido. No obstante, la magnitud de este efecto sobre los salarios es pequeña. En concreto, se estima que la contribución del cambio en la composición sectorial del empleo al crecimiento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en términos acumulados entre 2014 y 2017 habría ascendido a 0,4 pp.

A comienzos de 2017, fue aprobada una subida del 8% del salario mínimo interprofesional (SMI), a la que se ha sumado un nuevo incremento del 4% en 2018. El aumento aprobado para 2017, que afectó directamente a algo más del 3% de los asalariados, estaría teniendo efectos agregados reducidos tanto sobre el empleo como sobre los salarios³⁴. No obstante, de acuerdo con la evidencia disponible para otros incrementos del SMI en el pasado, su impacto sobre la probabilidad de perder el empleo podría ser significativo en el caso de determinados colectivos, como los más jóvenes y los de mayor edad, en la medida en que presentan un nivel de productividad, en promedio, más reducido. Estos efectos pueden verse agravados a futuro, dado que, además de los aumentos del SMI ya introducidos, se ha acordado una senda de incrementos adicionales, hasta situarlo, en 2020, en 14 pagas de 850 euros³⁵.

El reducido ritmo de avance de salarios y productividad se tradujo en una práctica estabilidad de los CLU, aunque con un perfil creciente en el transcurso del año. Los CLU aumentaron un 0,2% en media anual en la economía de mercado. No obstante, esta variable ha venido repuntando desde mediados de 2016, reflejando una modesta aceleración de los salarios, lo que a su vez podría estar relacionado con la reducción del grado de holgura cíclica y, en particular, con el descenso continuado del desempleo.

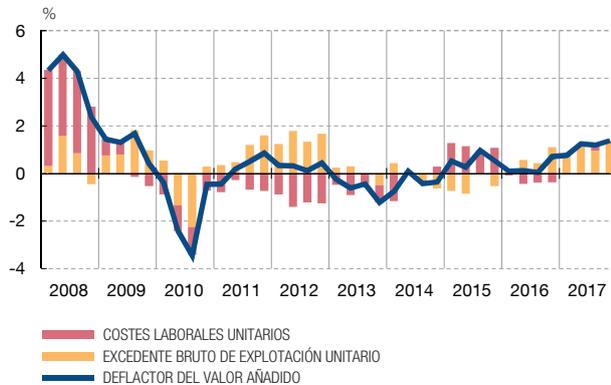
33 Véase la nota económica «La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2017, según la Encuesta de Población Activa», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España. En concreto, la brecha salarial, una vez se controla por las diferencias existentes en las características observables, entre los trabajadores ya presentes en el mercado laboral y los nuevos, pasó del 9% aproximadamente en 2008 al 15,3% en 2016. En parte, el aumento de esta brecha se debería al descenso en las horas trabajadas por persona empleada.

34 Véase el recuadro 5, «Los efectos sobre el empleo y los salarios de la reciente subida del salario mínimo», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

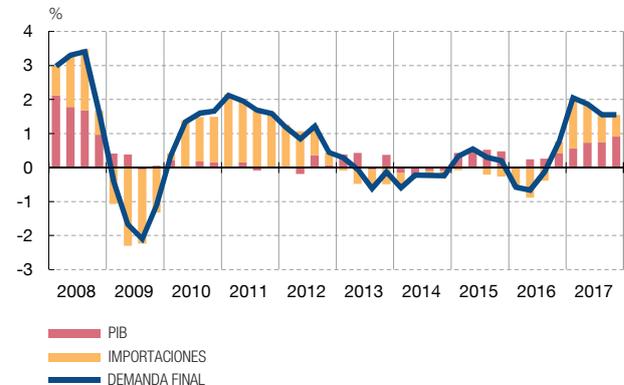
35 Estos aumentos están condicionados a que, en cada uno de los dos años del bienio 2019-2020, el crecimiento del PIB real sea superior al 2,5%, y se observen incrementos de la afiliación media a la Seguridad Social superiores a las 450.000 personas. De concretarse estos incrementos, se produciría una subida del salario mínimo del 20%, desde los 707 euros en 14 pagas de 2017 a los 850 euros en 14 pagas de 2020.

El deflactor del valor añadido de la economía de mercado volvió a registrar una tasa de avance reducida, aunque con un perfil creciente a lo largo del año, al que contribuyeron tanto los CLU como el excedente unitario. El deflactor de la demanda final se aceleró en media del año, pero con un perfil decreciente, por la ralentización del deflactor de las importaciones.

1 DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO
Aportaciones al crecimiento interanual



2 DEFLACTOR DE LA DEMANDA FINAL
Aportaciones al crecimiento interanual



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



A futuro, parece probable que los efectos composición sigan dando lugar a una deriva negativa y a avances reducidos de la productividad. Sin embargo, la mejora gradual del mercado de trabajo podría seguir presionando al alza los salarios negociados, lo que se traduciría en una cierta aceleración de la remuneración por asalariado y, por tanto, de los CLU.

Los precios interiores avanzaron a tasas moderadas, aunque superiores a las del año anterior, lo que resulta coherente con la reducción gradual de la holgura cíclica.

En concreto, el deflactor del valor añadido en la economía de mercado, que constituye una medida de las presiones inflacionistas interiores, siguió acelerándose moderadamente a lo largo de 2017, prolongando la tendencia observada en la parte final de 2016 (véase gráfico 1.15.1). En términos de las medias anuales, la tasa de variación del deflactor del valor añadido en la economía de mercado aumentó en 2017 en 9 décimas, hasta el 1,2 %, evolución a la que, como se ha indicado, contribuyó la senda ascendente del crecimiento de los CLU. Pero, además, la aceleración de los precios interiores respondió al mayor crecimiento del excedente bruto de explotación por unidad de valor añadido, que se incrementó un 2,4 %. Esta evolución se reflejó en un crecimiento de los márgenes, que crecieron un 1 % cuando se miden por la diferencia entre las tasas de variación del deflactor del valor añadido y de los CLU (para la economía de mercado), lo que sugiere la conveniencia de explorar posibles vías para incrementar el grado de competencia de algunos mercados de bienes y servicios, tal y como se discute en el recuadro 1.2 y en la sección 5.2 de este capítulo, así como en el recuadro 3.4 del capítulo 3.

La aceleración de los precios de la demanda final en el conjunto del año fue más pronunciada, dado el repunte de la contribución del componente exterior.

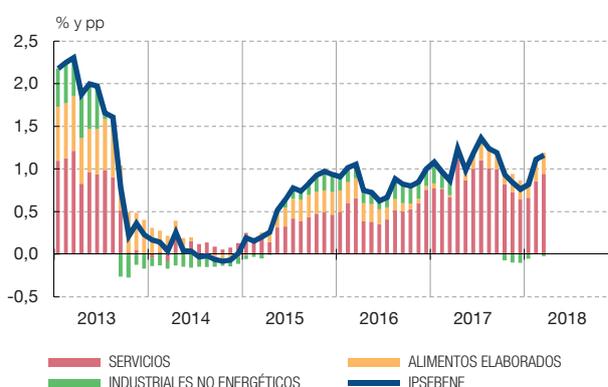
El deflactor de las importaciones se aceleró en algo menos de 6 pp, hasta crecer un 4,4 % (véase gráfico 1.15.2). Esta evolución reflejó, en buena medida, el significativo encarecimiento del petróleo y otras materias primas en los mercados internacionales, lo que se vio contrarrestado solo de forma muy parcial por la apreciación del tipo de cambio. No obstante, el incremento medio anual de las materias primas —un 24 % en el caso del crudo medido en

Tras el repunte al comienzo del año 2017, los precios de consumo se desaceleraron, sobre todo por el componente energético y, en menor medida, por el subyacente. El diferencial frente al área del euro fue positivo durante la mayor parte del año, aunque decreciente, reflejando la evolución del componente energético. En términos del indicador subyacente, el diferencial osciló en torno a cero.

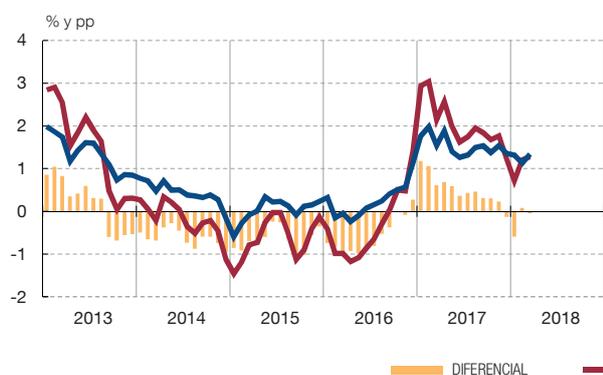
1 IPC. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



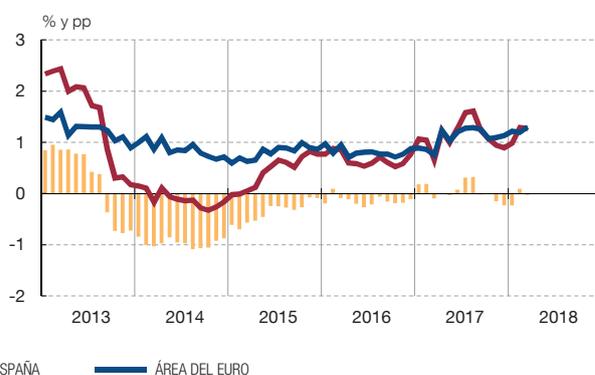
2 IPSEBENE. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



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.



dólares— esconde un perfil fuertemente descendente a lo largo del año, lo que explica que el deflactor de las importaciones se desacelerara del 6,4 % en el primer trimestre al 2,8 % en el cuarto.

Dada la evolución de las presiones inflacionistas internas y externas que se ha descrito, el deflactor de la demanda final se aceleró desde el -0,2 % en 2016 al 1,8 % en 2017, con una trayectoria similar de los precios de consumo. En concreto, el IPC creció a una tasa media anual del 2 %, frente a los descensos de algunas décimas observados en cada uno de los tres años precedentes (véase gráfico 1.16.1). No obstante, el promedio de 2017 encubre un perfil anual claramente descendente, desde el 3 % de enero hasta el 0,6 % del mismo mes de 2018, tras el que se inició un cierto repunte. Esta trayectoria estuvo muy determinada, como en el caso del deflactor de las importaciones, por el componente energético. En efecto, el fuerte repunte de la tasa de inflación general al inicio de 2017 se debió principalmente al efecto comparación resultante de la notable caída de precios del petróleo que tuvo lugar justo un año antes³⁶. Pero, a pesar del aumento del precio del petróleo, la elevada inflación del componente

36 Para una explicación de los efectos comparación, véase el recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre de 2016, Banco de España.

energético fue poco persistente, debido al efecto comparación de signo opuesto que se deriva de las subidas observadas a partir de febrero de 2016.

La inflación subyacente continuó presentando valores muy moderados. La tasa de variación de los precios de consumo del componente subyacente (que engloba los bienes industriales no energéticos, los servicios y los alimentos elaborados) siguió mostrando valores muy reducidos. Aunque el IPSEBENE en el conjunto del año creció tres décimas más que en 2016, un 1,1 %, mostró un perfil decreciente en el segundo semestre, cerrando el año en el 0,8 % (véase gráfico 1.16.2). Esta ralentización, más acusada en el caso de los bienes industriales no energéticos que en el de los servicios, contrasta con la reducción del grado de holgura de la economía, que a priori debería haber inducido una intensificación de las presiones inflacionistas internas. Este factor habría venido dominado posiblemente por otros dos de signo contrario: la apreciación del tipo de cambio —elemento que podría seguir contribuyendo al mantenimiento de presiones inflacionistas muy moderadas en el corto plazo, dados los retardos en la transmisión de los movimientos cambiarios— y una cierta traslación a los precios de producción interiores de las menores presiones inflacionistas externas derivadas de la desaceleración del precio del petróleo.

El diferencial de inflación de precios de consumo con el área del euro se redujo a lo largo del año a medida que se desaceleró el componente energético. El repunte de esta última rúbrica al inicio de 2017 fue mucho más intenso en España, lo que se debió tanto a que las oscilaciones del precio del petróleo tienen una repercusión mayor en nuestro país sobre los precios finales de los combustibles (dado el menor peso de la imposición *ad valorem*) como al encarecimiento de la electricidad al comienzo de 2017 (véase gráfico 1.16.3)³⁷. El diferencial en términos del indicador que excluye los precios energéticos fue levemente positivo a lo largo de la mayor parte del año —en torno a 0,1 pp—, pero cambió de signo en diciembre (–0,1 pp) (véase gráfico 1.16.4). En marzo de 2018, el diferencial fue nulo.

4 Un balance provisional de la recuperación: logros y límites

4.1 UNA FASE DE RECUPERACIÓN PROLONGADA Y EQUILIBRADA

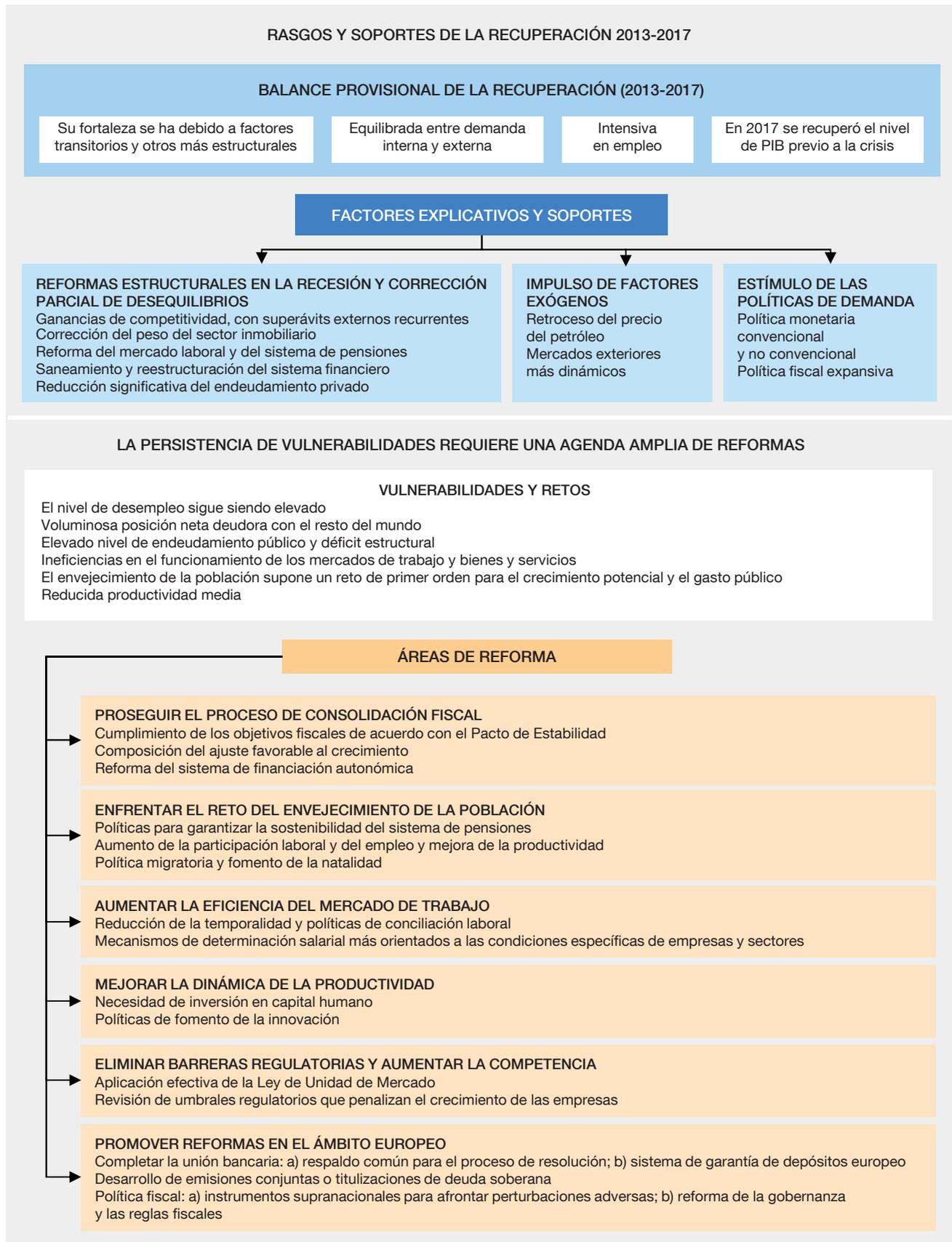
La economía española ha completado una fase de crecimiento de más de cuatro años. Desde finales de 2013³⁸, el PIB ha crecido casi un 13 % en términos acumulados, sobrepasando desde mediados de 2017 el nivel precrisis. En términos per cápita, el PIB se situó, al cierre del año pasado, casi un 1 % por encima del nivel de 2007, recuperándose una parte de la pérdida acumulada frente al promedio de los países del área del euro durante la crisis.

La participación de los componentes interno y externo de la demanda en el producto está siendo más equilibrada que en anteriores fases expansivas. Una característica positiva de la evolución de la economía española durante este período ha sido el hecho de que la absorción de los recursos ociosos de la economía, todavía en curso, está siendo compatible con el mantenimiento de un saldo exterior elevado. Inicialmente, la mejora de la actividad fue liderada por las exportaciones, gracias a la recuperación de la competitividad perdida en la fase previa de auge, incorporándose con posterioridad al proceso expansivo los distintos componentes de la demanda interna³⁹ (véase esquema 1.1).

37 Véase el artículo analítico «El efecto de las fluctuaciones del precio del petróleo sobre la inflación española», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.

38 El Comité de Fechado del Ciclo de la Asociación Española de Economía (véase <http://asesec.org/CFCweb/>) fecha el final de la doble recesión de la economía española en el segundo trimestre de 2013, un trimestre más tarde que el final de la recesión en el área del euro, fechado a su vez por el Comité de Fechado del Ciclo Económico del Centre for Economic Policy Research (CEPR).

39 El capítulo 2 del *Informe Anual, 2015*, Banco de España, contiene un relato de la secuencia de incorporación de los distintos componentes de demanda a la recuperación de la economía.



FUENTE: Banco de España.

El crecimiento del producto está siendo muy intensivo en creación de puestos de trabajo. La fuerte creación de empleo de la actual fase alcista está en consonancia con el patrón habitual de otras etapas expansivas de la economía española, si bien en esta ocasión el dinamismo de esa variable también se ha visto apoyado por la moderación salarial observada tras la crisis y los efectos de las reformas laborales. Otra diferencia con anteriores fases de recuperación es una composición sectorial más sesgada hacia el sector servicios.

Las reformas estructurales puestas en marcha durante la recesión contribuyeron a sentar las bases de la recuperación. En su conjunto, las distintas medidas adoptadas permitieron recuperar la confianza de los agentes nacionales y foráneos en la economía española. Entre las principales reformas destacan las del mercado laboral, que introdujo flexibilidad adicional en las posibilidades de ajuste de los costes laborales de las empresas en épocas recesivas, y la reestructuración y saneamiento de las entidades de crédito. Otros cambios estructurales relevantes fueron las sucesivas reformas del sistema de pensiones, los avances en el proceso de consolidación fiscal y el nuevo marco nacional de reglas fiscales. En el ámbito europeo, las diversas medidas y avances institucionales acaecidos en estos años, entre los que destaca la puesta en marcha de la Unión Bancaria, han contribuido asimismo a fortalecer la confianza en el proyecto común del euro, lo que ha favorecido la normalización de las condiciones de financiación dentro de la UEM y la corrección de la fragmentación de sus mercados financieros.

Además, una serie de factores de carácter más transitorio, aunque persistente, también contribuyeron al dinamismo de la recuperación. Entre estos factores destaca el papel desempeñado por la política monetaria del BCE y, en 2015 y 2016, la aplicación de una política fiscal de carácter expansivo, a los que se unieron la significativa reducción del precio del petróleo entre mediados de 2014 y principios de 2016 y, más recientemente, la mejora de los mercados exteriores⁴⁰.

En conjunto, en los últimos años se ha avanzado notablemente en la corrección de algunos de los desequilibrios de la economía española. Estos se acumularon en el período previo de expansión en términos de endeudamiento del sector privado, dependencia de la financiación externa y pérdida de competitividad⁴¹. Además de la citada reducción de la tasa de paro, la actual fase cíclica se ha apoyado en el proceso de recuperación de la pérdida de competitividad acumulada en términos de costes laborales, la consecución de superávits por cuenta corriente y la reducción del elevado endeudamiento privado, y al mismo tiempo ha impulsado dicho proceso.

Los progresos, sin embargo, han sido menores en otros ámbitos, lo que implica que la economía todavía presente elementos de vulnerabilidad. Como se desarrolla en la sección 5.1, el avance en la corrección de otros desequilibrios ha sido más escaso, incluyendo en particular el alto endeudamiento público y la todavía elevada posición deudora neta de la nación, a pesar de los recientes superávits por cuenta corriente. Asimismo, persisten importantes disfunciones estructurales en el mercado de trabajo y no se termina de asentar un patrón de crecimiento que favorezca de una manera más intensa las actividades con elevada productividad y generación de alto valor añadido. Todo ello, en un contexto en el que el envejecimiento poblacional reducirá, de forma significativa, el crecimiento potencial de la

40 Véase el recuadro 1.2, «El efecto de los factores transitorios en la evolución reciente de la economía española y su comparación con la UEM», del capítulo 1 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España.

41 Véase *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*, Banco de España.

economía, al mismo tiempo que ya plantea retos de calado en el ámbito de las pensiones públicas. Afrontar estos aspectos requiere reformas decididas, tal y como se desarrolla en la sección 5.2.

La recuperación de la economía española ha venido acompañada por una orientación muy expansiva de la política monetaria. Desde que, a mediados de 2014, comenzaran a hacerse visibles las dificultades para el cumplimiento del objetivo de medio plazo de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE ha venido poniendo en marcha un amplio conjunto de medidas orientadas a garantizar el correcto anclaje de las expectativas de inflación en torno a valores compatibles con el objetivo del banco central y, de modo más general, evitar las consecuencias adversas de la prolongación en el tiempo de una inflación excesivamente baja.

Los estímulos monetarios se han apoyado en la acción conjunta de instrumentos convencionales y no convencionales. Las actuaciones desarrolladas desde 2014 han incluido la utilización de herramientas adicionales a los tipos de interés oficiales, dada la limitada eficacia de este instrumento como resultado de la proximidad a su límite efectivo inferior. En concreto, las actuaciones monetarias se han venido desarrollando en torno a cuatro ejes: el establecimiento de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito, la política de comunicación y la publicación de orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria, la aplicación de programas específicos dirigidos a hacer más fluido el canal de transmisión que discurre a través del crédito bancario y, finalmente, la implementación del APP.

La transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras y a la demanda ha resultado ser efectiva, revirtiendo las expectativas de inflación a la baja. Tanto los tipos de interés negativos como la inyección de liquidez han permitido el mantenimiento de unas condiciones financieras relajadas, que sirvieran de estímulo al crédito y al gasto de hogares y empresas. Por otra parte, las indicaciones sobre el curso futuro de las diversas medidas de política monetaria han permitido al BCE enfatizar la continuidad de su tono expansivo, aumentando su efectividad mediante el estímulo adicional que proporciona el anclaje de las expectativas de los agentes y la reducción de las denominadas «primas por plazo de los tipos de interés». Este ha sido el caso para los tipos oficiales, que se mantendrán en los niveles presentes durante un período de tiempo que se prolongará hasta bastante más allá de la finalización de las adquisiciones netas, para la cual no hay una fecha definida. Además, el elevado tamaño de la cartera adquirida bajo el APP⁴² y el compromiso de reinversión durante un período largo después de la finalización de las compras netas de activos son elementos que configuran también el tono expansivo de la política monetaria, bajo cuya influencia los riesgos a la baja de las proyecciones de inflación han comenzado a equilibrarse, como recoge el repunte experimentado desde el verano de 2017 por los indicadores de expectativas de inflación basados en la información de mercados financieros⁴³.

La actuación de la política monetaria ha sido determinante en la actual fase de expansión económica, tanto en el área del euro en su conjunto como en España. Las medidas adoptadas han relajado significativamente las condiciones financieras. Y, como

42 En concreto, tras tres años y medio de adquisiciones ininterrumpidas, la cartera del APP ascenderá a casi 2,6 billones de euros en septiembre de 2018, lo que equivale al 23 % del PIB del área del euro.

43 Véase el artículo analítico «La evolución de las expectativas de inflación del área del euro», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

se ilustra en las estimaciones presentadas en el recuadro 1.3, la política monetaria ha contribuido de manera notable al crecimiento del PIB real y del IPC, tanto en la zona del euro como en España.

Sin embargo, cabe esperar que, en el futuro, la política monetaria comience a desempeñar progresivamente un papel más limitado. En el área del euro, la paulatina superación de los legados de la crisis y una posición cíclica más avanzada, con una brecha de producto que, de acuerdo con las estimaciones disponibles, sería positiva a partir de 2018, llevarán, según las previsiones del BCE, a una progresiva recuperación de los niveles de inflación hacia niveles compatibles con la estabilidad de precios a medio plazo (que la autoridad monetaria del área establece en una tasa de inflación inferior pero próxima al 2%)⁴⁴. A medida que este proceso de normalización de la dinámica de los precios en la UEM vaya materializándose, cabe esperar que la política monetaria reduzca gradualmente su actual tono extraordinariamente expansivo.

4.3 EL PROCESO DE CONSOLIDACIÓN FISCAL DEBERÁ PROSEGUIR EN LOS PRÓXIMOS AÑOS

La política fiscal estimuló de manera transitoria el crecimiento en el bienio 2015-2016, con un carácter netamente expansivo. Haciendo uso de valores estándar de los multiplicadores fiscales, cerca de 1 pp del crecimiento económico en 2015-2016 se podría asignar al impulso de la política presupuestaria⁴⁵, dado que en esos dos años el déficit público primario estructural, que mide la orientación de la política presupuestaria, empeoró, de acuerdo con las estimaciones más recientes de la Comisión Europea, en 2,4 pp. A pesar de este tono expansivo, las favorables condiciones cíclicas permitieron que continuara la senda descendente de la ratio de déficit público sobre el PIB (véase gráfico 1.17.1).

La política fiscal pasó a registrar un tono neutral en 2017, tras la aprobación y entrada en vigor tardía de los planes presupuestarios. La disminución del déficit se debió a la mejora cíclica de la economía y al retroceso en el gasto en intereses, mientras que el saldo primario estructural se mantuvo aproximadamente estable, de acuerdo con las estimaciones más recientes de la Comisión Europea. Por su parte, el elevado ritmo de avance del producto nominal permitió compensar con creces los efectos del todavía alto déficit sobre la ratio de deuda pública sobre el PIB, de modo que esta volvió a registrar una ligera reducción, hasta el 98,3 %, 0,7 pp menos que en 2016 (véase gráfico 1.17.2). Por su parte, el déficit público se situó el pasado ejercicio en el 3,1 % del PIB, tasa coincidente con el objetivo marcado por el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). La reducción del déficit agregado fue generalizada por Administraciones, de manera que la Administración Central, la Seguridad Social y las CCAA registraron déficits del 1,9 %, del 1,5 % y del 0,3 % del PIB, respectivamente, en tanto que las CCLL volvieron a registrar en 2017 un superávit, de 0,6 pp, similar al del año anterior.

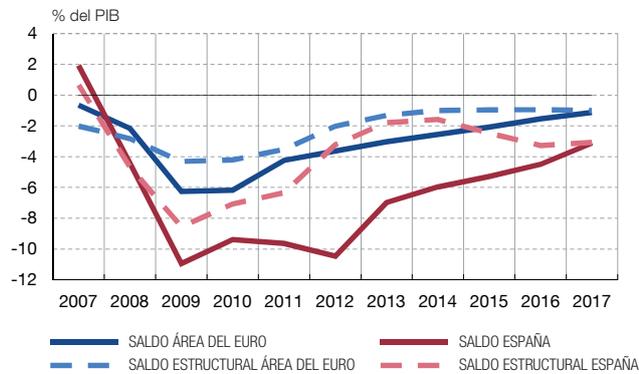
En el conjunto de la etapa de recuperación de la actividad, la política fiscal se ha visto apoyada por la significativa reducción de los costes de financiación, asociada, entre otros factores, a las medidas de política monetaria del BCE. En particular, para el caso español se estima que la disminución en los costes de financiación habría tenido un impacto directo sobre los pagos por intereses de la deuda soberana en el período

44 En concreto, de acuerdo con las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018», el IAPC del conjunto del área crecería un 1,7 %, en promedio, en 2020 (y un 1,8 % en términos del indicador que excluye los componentes de alimentos y energía).

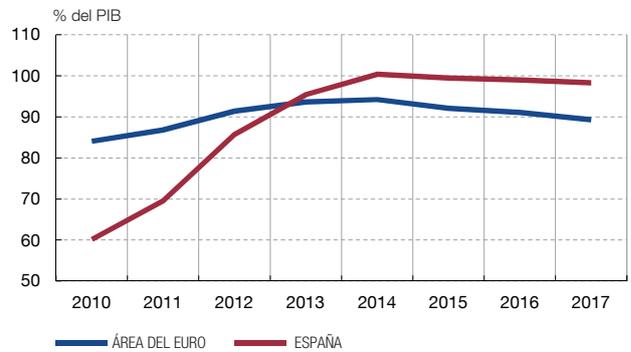
45 Véase el capítulo 4 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España.

La política fiscal mantuvo durante el bienio 2015-2016 un carácter claramente expansivo, que pasó a ser prácticamente neutral en 2017, si bien el elevado crecimiento económico permitió continuar, aunque a un ritmo muy inferior, con el proceso de consolidación fiscal iniciado en 2013, y reducir ligeramente la deuda pública. En 2017, la ligera expansión de los ingresos públicos y, sobre todo, la moderación del gasto permitieron cumplir el objetivo de déficit. No obstante, el déficit estructural sigue siendo uno de los más elevados del área del euro y la deuda se encuentra muy alejada del objetivo del 60 % del PIB.

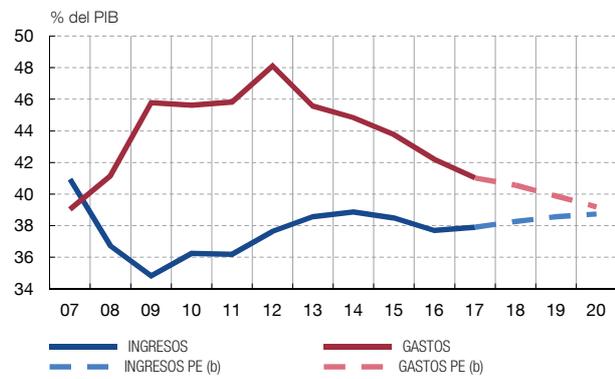
1 SALDO OBSERVADO Y SALDO ESTRUCTURAL (a)



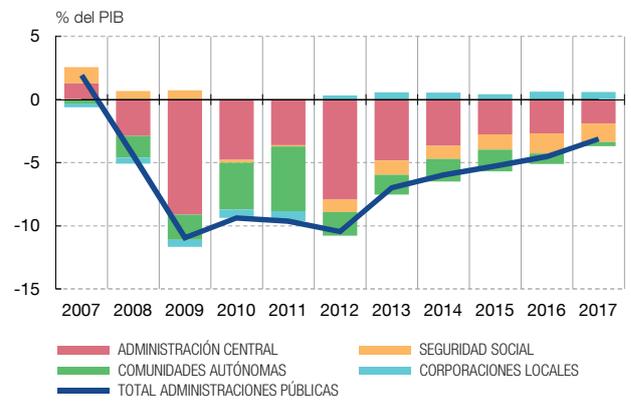
2 DEUDA PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)



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).



2014-2016, que se podría cuantificar en torno a 0,9 pp del PIB. Además, los efectos macroeconómicos positivos de la política monetaria no convencional sobre el crecimiento económico y la inflación habrían afectado indirectamente a las partidas cíclicas de ingresos y gastos del presupuesto público, lo que habría supuesto una reducción adicional del déficit público durante este período de en torno a 0,9 pp⁴⁶.

En los próximos años la política fiscal deberá retomar la reducción del déficit estructural. La Comisión Europea ha recomendado un retorno al tono fiscal neutral para el conjunto del área del euro en 2018, de forma diferenciada entre Estados miembros en función de su margen de maniobra fiscal. En el caso de España, tanto la ratio de deuda pública sobre el PIB como el déficit público estructural se mantienen en niveles alejados de los límites establecidos en el PEC, lo que exigirá proseguir el proceso de consolidación fiscal en los próximos años (véase recuadro 1.4).

46 Véase el artículo analítico «El impacto de la política monetaria no convencional sobre las finanzas públicas de la UEM», *Boletín Económico*, 3/2017, Banco de España.

El balance positivo de la actual fase de recuperación no debe hacer olvidar los retos pendientes. Como se ha apuntado, la fortaleza de la expansión se ha apoyado, en parte, en elementos que tenderán a agotarse progresivamente, particularmente en el ámbito de las políticas de demanda (monetaria y fiscal). Conforme estas últimas vayan perdiendo impulso, las medidas dirigidas a mejorar el uso y la calidad de los factores productivos y el funcionamiento eficiente de los mercados de bienes y factores deberán ganar protagonismo como factor de apuntalamiento del crecimiento a medio y largo plazo. En la literatura económica existe consenso sobre los efectos positivos de las reformas en períodos de expansión, ya que se puede hacer frente mejor a las resistencias y a los costes de ajuste que estas conllevan⁴⁷. Asimismo, en una unión monetaria con tipos de interés cercanos a cero, el impacto positivo de las reformas estructurales realizadas en los países periféricos puede verse amplificado por una política monetaria expansiva⁴⁸.

La economía mantiene elementos de vulnerabilidad. Aunque ha habido avances sustanciales en la corrección de algunos de los desequilibrios acumulados en el anterior ciclo expansivo, la economía sigue estando expuesta a determinadas perturbaciones debido a la confluencia de distintos factores. Así, aunque la elevada posición deudora neta frente al exterior se ha reducido en 17 pp del PIB desde su nivel máximo en 2014, la deuda pública permanece en cotas abultadas, y el endeudamiento de los hogares y las empresas se sitúa en niveles altos desde una perspectiva histórica, a pesar de que las estimaciones disponibles apuntan a que las necesidades de desendeudamiento de estos sectores serían ya muy reducidas⁴⁹, tras los significativos progresos realizados durante los últimos años. Por otra parte, el sistema bancario afronta todavía importantes retos —como se describe con detalle en el capítulo 2—, y el desempleo continúa siendo muy alto, al tiempo que la calidad de los puestos de trabajo creados es, en muchos casos, mejorable, dada la elevada temporalidad, el mantenimiento de una elevada parcialidad no deseada o la reducida duración de los contratos, a la vez que no se observan cambios apreciables en el mecanismo de determinación salarial hacia una mayor sensibilidad a las condiciones específicas de empresas y sectores. De igual modo, aunque las presiones inflacionistas están siendo moderadas, de forma que se sigue ganando competitividad, la ampliación de los márgenes empresariales apunta a un posible grado insuficiente de competencia en algunos sectores (véase recuadro 1.2).

Sin embargo, las iniciativas para resolver los problemas estructurales de la economía son escasas. La fragmentación parlamentaria está dificultando la puesta en marcha

47 Véase *Structural Policies in the euro area*, de próxima publicación como Occasional Paper del BCE, que contiene una discusión detallada sobre la relación entre la posición cíclica y los costes de las reformas.

48 Véanse Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «*Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union*», *International Journal of Central Banking*, septiembre, y «*Reducing income inequality while boosting economic growth: can it be done?*», *Economic Policy Reforms*, 2012, OCDE.

49 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 eran de entre 10 pp y 20 pp a mediados de 2015, y las de las empresas, de menos de 10 pp. No obstante, hay que tener en cuenta que, entre aquella fecha y finales de 2017, los ratios de endeudamiento se han reducido en 10 pp en el caso de las familias y en 12 pp en el de las sociedades, por lo que las necesidades de desendeudamiento en esta última fecha serían previsiblemente mucho más reducidas que las estimadas entonces. Por otra parte, aplicando la experiencia de los episodios históricos de desendeudamiento, que muestra que durante estas fases se corrigen, en media, dos terceras partes del incremento anterior de la ratio de endeudamiento de las empresas y prácticamente el 100 % del de las familias [véase F. Bornhorst y M. A. Ruiz-Arranz (2013), «*Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area*», 2013 Article IV Consultation on Euro Area Policies: Selected Issues Paper, capítulo 3, *IMF Country Report*, n.º 13/206, Washington], y tomando como punto de origen del proceso de endeudamiento el tercer trimestre de 2002, que es cuando se alcanzaron los niveles promedio de la UEM, se obtendría que las necesidades de desendeudamiento a finales del pasado año serían de unos 11 pp para los hogares y nulas para las empresas. En todo caso, estos resultados deben tomarse con cautela, dado que las distintas metodologías utilizadas en estos cálculos están sujetas a algunas limitaciones.

de iniciativas legislativas de calado. Hay que tener en cuenta que muchas de las tareas pendientes en la economía española requieren planes de acción en el medio y largo plazo que superan el ciclo político habitual y, por tanto, exigen una puesta en marcha sin demora y un compromiso político amplio y duradero en torno a ellas.

Por otro lado, la experiencia de la crisis ha evidenciado la necesidad de avanzar de manera decidida en la tarea de completar la UEM, aspecto fundamental para la sostenibilidad y estabilidad del crecimiento de los países miembros. Además de corregir los desequilibrios macroeconómicos que aún persisten, resulta necesario completar la unión bancaria, potenciar la creación de un verdadero mercado único de capitales, introducir mecanismos presupuestarios de estabilización agregada, y simplificar la gobernanza de las reglas fiscales.

5 Los retos pendientes

5.1 LA PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS EXTERIOR Y DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Tras casi cinco años de intenso crecimiento, la persistencia de un nivel elevado de endeudamiento exterior y público representa un elemento de vulnerabilidad. La intensidad y la naturaleza de la expansión económica han favorecido una cierta corrección de estos desequilibrios. En primer lugar, el volumen agregado de gasto de los agentes de la economía ha sido inferior a sus rentas, lo que ha ayudado a contener el endeudamiento neto frente al resto del mundo. En segundo lugar, la fortaleza cíclica ha contribuido a corregir el déficit público y, por tanto, a frenar el avance de su deuda. Estos ajustes se han visto favorecidos por los reducidos tipos de interés. Sin embargo, a pesar de la presencia de condiciones tan favorables, los avances en la reducción del endeudamiento externo y, sobre todo, en la deuda pública son todavía modestos.

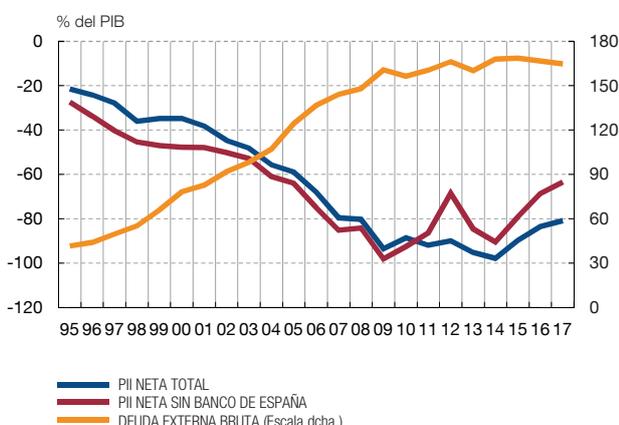
Ambos desequilibrios están estrechamente relacionados. A finales de 2017, el saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional (PII) neta de la economía española alcanzó el 80,8 % del PIB, 17 pp menos que el máximo de 2014 (véase gráfico 1.18.1). Esta cota, muy elevada en comparación internacional, hace que las rentas y la situación patrimonial de los agentes económicos nacionales sean más sensibles a cambios en las condiciones financieras globales. El desglose sectorial de la PII muestra cómo, 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 familias. En los últimos años, la vulnerabilidad se ha mitigado parcialmente debido al ajuste estructural de la balanza por cuenta corriente y a las mejoras patrimoniales de los emisores residentes⁵⁰ (véase gráfico 1.18.2).

El mantenimiento de un endeudamiento público elevado durante un período prolongado puede tener efectos negativos sobre el crecimiento económico. Estos efectos negativos surgen en la medida en que el endeudamiento público absorba recursos que podrían destinarse a fines más productivos y modifique las condiciones agregadas de financiación de la economía, distorsionando las decisiones de inversión privada. Por otro lado, en un contexto de deuda

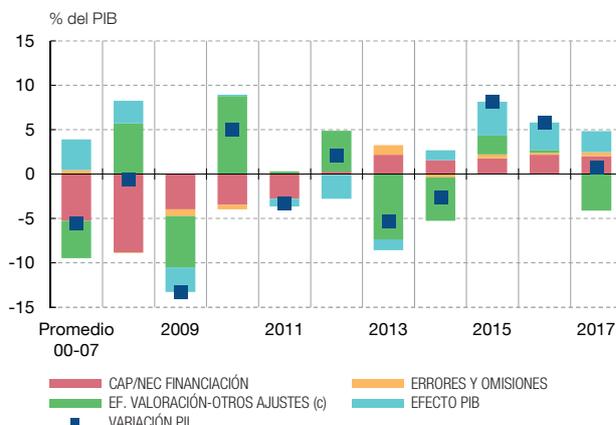
50 Un conjunto de factores, no obstante, han contribuido a reducir esta vulnerabilidad en los últimos años [véanse capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España, y Ó. Arce (2017), «La posición de inversión internacional de la economía española: tendencias, análisis y evaluación», en *¿Es la economía española financieramente vulnerable?*, Documento de Trabajo, n.º 13, Fundación de Estudios Financieros]. Por una parte, 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 economía. Por otra parte, 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 viene produciéndose desde 2012 ha dado lugar a una revalorización de sus pasivos, si bien, en términos de la contabilización de la PII, genera efectos de valoración negativos, que se traducen en un aumento del saldo deudor frente al exterior.

El saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional (PII) neta se redujo hasta el 80,8 % del PIB, si bien sigue siendo elevado en comparación internacional. Desde el inicio de la crisis, se ha venido reduciendo la posición deudora neta de empresas, familias e instituciones financieras, aumentando la contribución de las Administraciones Públicas.

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



2 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (b) (c)



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.
- 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

pública elevada, la política fiscal puede verse condicionada por la necesidad de sostener sustanciales superávits primarios que exijan mayores niveles de imposición o menores niveles de gasto productivo. Al mismo tiempo, los márgenes de actuación contracíclicos de la política fiscal para hacer frente a perturbaciones macroeconómicas adversas pueden verse significativamente reducidos en un contexto de elevado endeudamiento. Asimismo, este genera una mayor vulnerabilidad ante cambios en el sentimiento inversor de los mercados⁵¹.

El cumplimiento de las reglas fiscales europeas y nacionales exigirá continuar el proceso de consolidación fiscal. Las AAPP españolas se encuentran sujetas a un procedimiento de déficit excesivo (PDE) desde el año 2013, en el marco del «componente correctivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En agosto de 2016, el Consejo de la UE actualizó las condiciones para que la salida del PDE se produjera en 2018. En particular, el déficit público deberá situarse en el 2,2 % del PIB en este año, y el esfuerzo estructural acumulado entre 2016 y 2018 deberá ser de 0,6 pp del PIB. Si bien es muy probable que las AAPP españolas sitúen su déficit por debajo del 3 % en 2018, existe una mayor incertidumbre sobre el cumplimiento estricto del grado de reducción exigido del déficit público estructural, que según la Comisión Europea sería todavía elevado, del 3,1 % del PIB potencial en este año, el mayor de los 19 países de la UEM. La superación del PDE implicaría una redefinición de la senda de ajuste fiscal para adecuarse a las exigencias del «componente preventivo» del PEC. Estas exigencias incluyen que el

51 Véase P. Hernández de Cos, D. López-Rodríguez y J. J. Pérez (2018), *Los retos del despalancamiento público*, Documentos Ocasionales, n.º 1803, Banco de España.

déficit estructural se reduzca a un ritmo anual de 0,5 pp, en circunstancias normales, hasta alcanzar el objetivo de medio plazo de equilibrio⁵². Por su parte, la ratio de deuda pública sobre PIB habrá de disminuir anualmente una veinteaava parte de la distancia con la referencia de medio plazo del 60 % (véase recuadro 1.4).

El envejecimiento poblacional supone un reto de primer orden para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Las estimaciones más recientes del impacto de este fenómeno sobre el gasto público en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración muestran que generaría un incremento del gasto en las próximas tres décadas, con un máximo de en torno a 3,5 puntos del PIB hacia 2050⁵³. En el caso del sistema de pensiones, la aplicación del factor de sostenibilidad, que vincula la pensión inicial al incremento de la esperanza de vida, y, sobre todo, la del índice de revalorización anual de las pensiones, que liga su incremento al equilibrio entre los ingresos y los gastos del sistema, lograrían, en contextos macroeconómicos favorables, reducir de forma gradual el actual déficit del sistema, que alcanzó el 1,8 % del PIB en 2017, y contrarrestar de forma significativa el efecto del incremento esperado de la tasa de dependencia en el largo plazo. En ausencia de aumentos adicionales de los ingresos, el ajuste se produciría principalmente a través de una disminución de la tasa de sustitución de las pensiones públicas, cuyo descenso podría alcanzar los 20 pp entre 2013 y 2060⁵⁴. De cara al futuro, la clave consiste en delimitar, de acuerdo con las preferencias sociales, 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 garantizada. De los análisis disponibles se puede concluir que el mantenimiento de las tasas de sustitución actuales, que son elevadas en comparación internacional, exigiría incrementos de los ingresos del sistema muy significativos. En todo caso, es deseable que cualquier estrategia de reforma elejida 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 la sostenibilidad de las pensiones futuras de la población.

El proceso de consolidación fiscal debe ser compatible con una mejora de la calidad de las finanzas públicas. El ajuste pendiente debería anclarse en un programa de medio plazo en el que se detallan las medidas que permitan la consecución de los objetivos presupuestarios, así como en una previsión prudente de la evolución macroeconómica y de los ingresos públicos. Además, adquiere 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 el lado del gasto, según los análisis pormenorizados llevados a cabo en algunas economías europeas, incluyendo España⁵⁵, parece existir margen para seguir avanzando en aumentar la eficiencia del gasto

52 En el marco europeo de reglas fiscales, la convergencia hacia el objetivo de medio plazo se ve reforzada por la aplicación de la «regla de gasto», que determina que el crecimiento del gasto público, una vez descontados los ingresos de carácter extraordinario, no puede superar el crecimiento del PIB potencial a medio plazo de la economía. Para una panorámica del marco europeo de reglas fiscales, véase P. García Perea y E. Gordo (2016), «Los mecanismos de supervisión presupuestaria de la UEM», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.

53 Véanse *Ageing Report, 2015*, Comisión Europea y *Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2018-2021*.

54 Véanse R. Ramos. (2014), «El nuevo factor de revalorización y sostenibilidad del sistema de pensiones español», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, y 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.

55 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.

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 factores⁵⁶. Por el lado de los ingresos, existen márgenes para considerar una revisión y definición de la cesta de impuestos hacia estructuras más favorables al crecimiento potencial. En este sentido, los análisis disponibles⁵⁷ muestran que España presenta un menor peso de la imposición al consumo sobre PIB que la media de la UE, lo que se refleja en una menor recaudación tanto por IVA como por impuestos especiales, en particular medioambientales. Además, el sistema impositivo cuenta con un nivel de beneficios fiscales elevado, derivado de la existencia de numerosas exenciones, deducciones y tipos especiales reducidos, que tienden a generar pérdidas de recaudación, así como posibles distorsiones sobre la eficiencia y la equidad.

El sistema de financiación de las CCAA debe revisarse. En una estructura administrativa tan descentralizada como la existente en España, en la que más de un 40 % de las responsabilidades de gasto público son adoptadas por las Administraciones Territoriales, su concurso es esencial para garantizar la estabilidad presupuestaria. En este sentido, existe un consenso generalizado en cuanto a que el sistema de financiación de estas Administraciones debe reformarse, con el objetivo de adecuar los ingresos, sobre la base de una estimación objetiva de las necesidades de gasto, a su disposición a estas necesidades, y de garantizar un reparto transparente entre CCAA, así como incrementar el grado de corresponsabilidad fiscal⁵⁸. Adicionalmente, se debería retomar el acceso a los mercados de capitales por parte de las CCAA como vía fundamental de financiación de sus desequilibrios fiscales, haciendo uso de los distintos fondos del Estado desarrollados durante la crisis solo en circunstancias excepcionales. En todo caso, mientras que estos mecanismos se encuentren operativos, resulta necesario que se apliquen de manera estricta los elementos explícitos de condicionalidad con los que estos cuentan sobre la actuación presupuestaria de las Administraciones afectadas, para evitar incentivos a políticas presupuestarias inadecuadas⁵⁹.

5.2 ALGUNOS FACTORES QUE LIMITAN EL CRECIMIENTO A LARGO PLAZO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española proyecta a futuro un crecimiento potencial relativamente modesto. El crecimiento potencial de la economía española, que mide su capacidad de crecer de modo sostenible y equilibrado a medio plazo, se sitúa, de acuerdo con las estimaciones disponibles, en niveles por debajo del 1,5 %, cercano al de la UEM, pero inferior al de otros países desarrollados, como Estados Unidos (véase gráfico 1.19). Entre los factores estructurales más relevantes que limitan este crecimiento de la economía española destacan el elevado desempleo estructural, el envejecimiento de la población, el menor crecimiento de la tasa de actividad derivado del cambio demográfico y la reducida productividad, como resultado de la excesiva dualidad del mercado de trabajo, las regulaciones

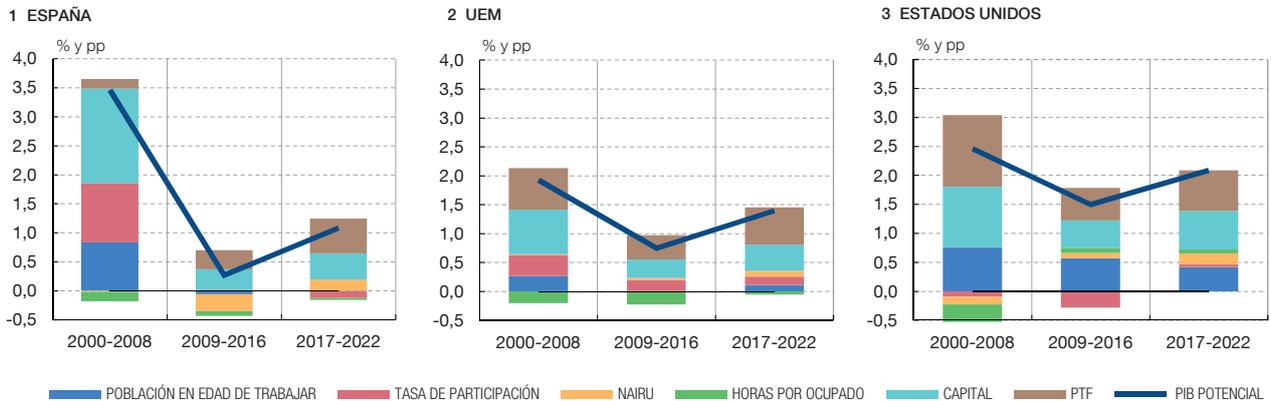
56 En este contexto, el Gobierno de España encargó el pasado 2 de junio de 2017 a la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) una revisión del gasto público, que consistirá en un análisis en profundidad con el objetivo de evaluar la calidad de las políticas públicas implementadas. El encargo consta de un acuerdo inicial de tres años, y los resultados de una primera fase en la que se evaluará el gasto en subvenciones deberán ser presentados antes del final de 2018.

57 Véanse, entre otros, el *Informe de la Comisión de Expertos para la Reforma del Sistema Tributario Español* (2014), y 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.

58 Véanse el *Informe de la Comisión de Expertos para la Reforma del Modelo de Financiación Autonómica* (2017), y P. Hernández de Cos y J. J. Pérez (2018), *La financiación de las CCAA: opciones y retos*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

59 Véanse P. Hernández de Cos y J. J. Pérez (2015), «Reglas fiscales, disciplina presupuestaria y corresponsabilidad fiscal», *Papeles de Economía Española*, 143, pp. 174-184, y M. Delgado, J. J. Pérez y C. I. González (2016), «El acceso a la financiación de los mercados por parte de la Administración Regional: experiencia internacional y desarrollos recientes», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.

La economía española ha pasado de tener un crecimiento potencial cercano al 3 % antes de la crisis a uno entre el 1 % y el 1,5 % en 2017-2022. Este modesto crecimiento potencial es debido a la menor población en edad de trabajar, la moderación de la tasa de participación, la menor acumulación de capital y la reducida productividad total de los factores (PTF). Este crecimiento potencial es similar al de la UEM, pero inferior al que se estima para Estados Unidos.



FUENTE: Comisión Europea (otoño de 2017).



que limitan la competencia y la reasignación eficiente de recursos, o el déficit de capital humano y tecnológico⁶⁰. Por el contrario, cabe la posibilidad de que el impacto positivo sobre el crecimiento de largo plazo de la economía de las reformas estructurales llevadas a cabo en el pasado en España no esté siendo incorporado plenamente por las estimaciones disponibles del producto potencial.

Resulta prioritario reducir el elevado desempleo y su persistencia entre determinados colectivos. La recuperación del empleo está siendo más débil entre el colectivo de parados con menor nivel de cualificaciones. En concreto, en 2017, la tasa de paro entre los trabajadores con un nivel de estudios bajo superaba el 30 % y afectaba sobre todo a los más jóvenes y a los de mayor edad (véase gráfico 1.20.4)⁶¹. Por tanto, las políticas públicas deben dirigirse a asegurar la empleabilidad de estos colectivos, evitando efectos de histéresis que dificulten reducciones adicionales de la tasa de desempleo.

Durante la última crisis se produjo un aumento notable de la desigualdad en términos de renta bruta per cápita, que se habría comenzado a revertir durante la recuperación. El principal determinante de este cambio de tendencia habría sido la reducción de la tasa de paro. A futuro, las reducciones adicionales de los indicadores de desigualdad de renta dependerán de que continúe disminuyendo el desempleo, lo que requiere mejoras en la empleabilidad del colectivo con menor formación, así como del aumento de horas efectivamente trabajadas por los ocupados con menores salarios. En todo caso, las causas que se encuentran detrás de la dinámica de la desigualdad y sus efectos son complejas y su conocimiento exige analizar en profundidad las distintas dimensiones relevantes (salarios, renta del hogar, consumo y riqueza, entre otros), como requisito esencial para el diseño de las políticas públicas que favorezcan un crecimiento socialmente sostenible⁶².

60 Por otro lado, R. Gordon (2016), en *The rise and fall of american growth: the US standard of living since the Civil War*, Princeton University Press, documenta otros factores comunes a la mayoría de las economías desarrolladas que limitan la productividad, como son la terciarización, la reducción de la competencia o el agotamiento de las ganancias educativas.

61 Véase el recuadro 1.2, sobre la persistencia del desempleo en España, del *Informe Anual, 2015*, Banco de España.

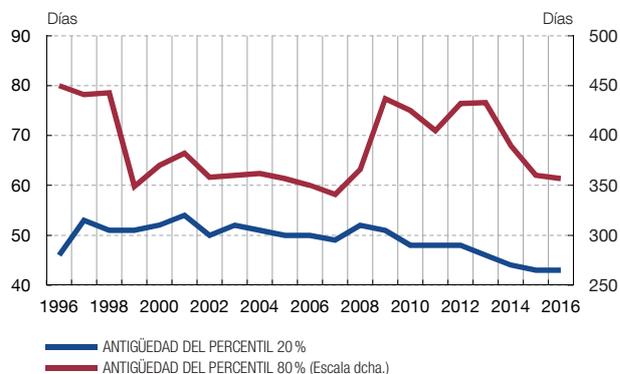
62 En este sentido, en el Documento Ocasional del Banco de España *La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España*, de próxima aparición, se analizan con detalle el nivel y la evolución de la desigualdad en España durante la crisis económica y, en la medida que lo permite la información disponible, en las primeras fases de la recuperación.

La tasa de paro entre los trabajadores menos formados sigue siendo muy elevada. Además, en la recuperación ha aumentado la ratio de temporalidad, ha disminuido la duración de los contratos temporales y hay un elevado porcentaje de parcialidad involuntaria.

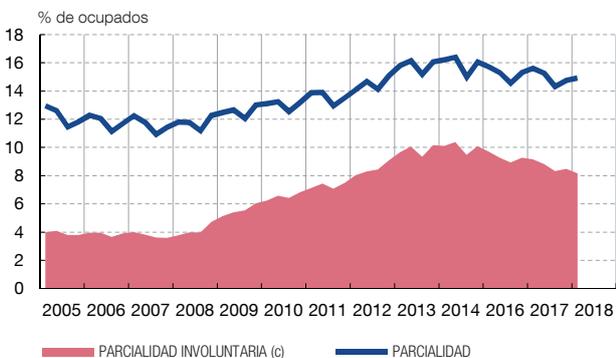
1 CONTRATOS REGISTRADOS (a)



2 ANTIGÜEDAD EN EL PUESTO DE TRABAJO DE LOS TRABAJADORES TEMPORALES (b)



3 RATIO DE PARCIALIDAD Y PARCIALIDAD INVOLUNTARIA



4 TASA DE PARO POR NIVEL DE ESTUDIOS (d)



FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Incluyendo los contratos del servicio doméstico solo desde octubre de 2012.
- b Calculado a partir de los datos de la muestra continua de vidas laborales (MCVL).
- c Ocupados que trabajan a tiempo parcial y alegan como motivo no haber encontrado trabajo a tiempo completo.
- d Bajos: sin estudios, solo con estudios primarios, o con estudios de primera etapa de Secundaria incompleta o sin título. Altos: con estudios terciarios.

Descargar

Las tendencias demográficas tendrán efectos negativos sobre el crecimiento potencial de la economía. Las proyecciones de población del INE apuntan a que la tasa de dependencia (definida como la ratio entre mayores de 65 años y personas de entre 16 y 64) crecería del 29 % actual al 65 % en las próximas cinco décadas (2065)⁶³. Este envejecimiento poblacional actúa negativamente sobre el número de personas en edad de trabajar y deprime la tasa de actividad y de ocupación.

El reto del cambio demográfico obliga a definir una estrategia para mitigar su impacto económico a largo plazo. En particular, cobran especial relevancia las políticas que promuevan

63 Véase *Población y fenómenos demográficos proyectados*, INE. Estas proyecciones muestran que la población española se reduciría en 50 años de los actuales 46 millones hasta 41 millones, incluso en un escenario de entradas netas de inmigrantes de entre 50.000 y 100.000 por año. En todo caso, las proyecciones demográficas son muy dependientes de los supuestos que se hagan en tasa de fecundidad y saldo migratorio. De hecho, Eurostat, a partir de otros supuestos para estas dos variables, proyecta un aumento de la población hasta alcanzar casi los 50 millones de personas (*Population on 1st January by age, sex and type of projection*, Eurostat).

aumentos de la tasa de actividad, dado que, de mantenerse las tasas de actividad actuales por género y edad y las tendencias demográficas hacia un mayor peso de las cohortes más envejecidas, se reduciría la participación agregada en el mercado laboral de forma significativa (en aproximadamente unos 2 pp en la próxima década). Para compensar este efecto, resulta necesario poner en marcha políticas que incentiven la participación de los trabajadores, especialmente aquellos de más edad, en el mercado laboral, como, por ejemplo, la compatibilidad del cobro de una pensión con situaciones de empleo. Adicionalmente, se deberían revisar periódicamente las restricciones asociadas a la política migratoria para tratar de acompañarlas a las necesidades del mercado de trabajo, así como fomentar la natalidad para acercarla a tasas de otros países europeos, favoreciendo la conciliación laboral y familiar y reduciendo la inestabilidad laboral en los años de edad fértil.

La elevada segmentación del mercado de trabajo dificulta las mejoras de productividad. En la actual fase de recuperación, al igual que ocurrió antes de la crisis, se ha mantenido la pauta de mayor crecimiento del empleo temporal con respecto al indefinido (véase gráfico 1.20.1). Así, al cierre de 2017, la ratio de temporalidad se situó en el 26,7 %, 0,2 pp por encima de su nivel de finales de 2016, y 3 pp por encima de su mínimo cíclico alcanzado en 2013, aunque aún lejos de los niveles observados con anterioridad a la crisis (33,8 % a finales de 2006)⁶⁴. Esta ratio sigue siendo la más elevada de los países del área del euro, donde se situaba en el 16,2 % a finales de 2017. Además, hay cierta evidencia de una menor duración de los nuevos contratos temporales en el período reciente, lo que aumenta la rotación y dificulta la acumulación de capital humano (véase gráfico 1.20.2). Por otra parte, aunque la ratio de parcialidad se sitúa 1 pp por debajo del máximo observado en 2014 y es inferior a la observada en otros países europeos, su nivel actual (16 % a finales de 2017) es sustancialmente superior al observado antes de la crisis (12 %), a la vez que se aprecia un elevado porcentaje de parcialidad involuntaria (véase 1.20.3)⁶⁵. Todo ello ha llevado a una reducción del número de horas efectivamente trabajadas, con consecuencias no solo en la productividad media, sino también en la desigualdad de los ingresos laborales.

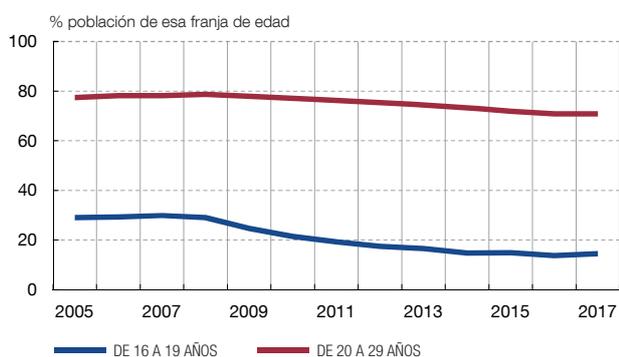
En conjunto, ante situaciones de dificultad, las empresas siguen prefiriendo ajustar el empleo temporal. La última Encuesta Anual Laboral disponible, correspondiente a 2016, confirma que, entre aquellas empresas que reducirían los costes laborales ante una perturbación negativa de demanda, un 54,4 % optaría preferentemente por reducir el número de trabajadores con contrato temporal, mientras que un 21,1 % preferiría una reducción del número de horas trabajadas. En cambio, solo el 1,8 % de las empresas optaría por reducir la parte fija de los salarios, y el 8,8 %, la parte variable. Con respecto a la anterior encuesta disponible, de 2008, previa a la reforma laboral de 2012, la diferencia más reseñable se encuentra en el incremento de la preferencia por reducir el número de horas trabajadas, que con anterioridad a la crisis solo era señalada por un 5 % de los entrevistados. Este cambio puede ser atribuible a las medidas de flexibilidad interna en el ámbito de la jornada laboral y a los cambios de contrato por tipo de jornada introducidos en la reforma laboral de 2012, así como a los cambios regulatorios en el contrato a tiempo parcial. Con todo, esta evidencia revela la pervivencia de fricciones regulatorias, relacionadas tanto con el marco de contratación como con la limitada representatividad a nivel de empresa del sistema actual de negociación salarial, que impiden reducir la excesiva rotación de contratos que caracteriza a la economía española.

64 Si se excluyen las Administraciones Públicas, la ratio de temporalidad se situó en 2017 en el 27,3 %, en línea con el año previo, y 2,7 pp por encima del nivel alcanzado a finales de 2013.

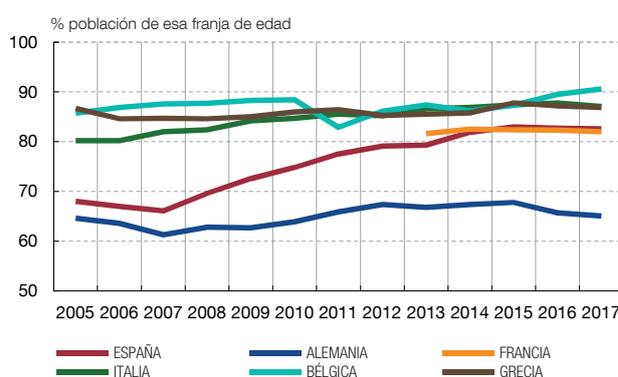
65 Véase la influencia de estos factores sobre las medidas alternativas del desempleo en «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.

La tasa de actividad de los jóvenes españoles se ha ido reduciendo a partir de la crisis en paralelo con un incremento del porcentaje de población que recibía algún tipo de formación. Este patrón se ha mantenido a lo largo de los últimos cuatro años de recuperación.

1 TASA DE PARTICIPACIÓN DE LOS JÓVENES



2 POBLACIÓN INACTIVA DE 15 A 19 AÑOS QUE ESTÁ ESTUDIANDO



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.



La mejora del crecimiento potencial exige mejorar la dinámica de la productividad. La productividad del trabajo muestra un crecimiento prácticamente nulo en la actual recuperación, algo similar a lo observado en el anterior ciclo expansivo. Sin embargo, en aquella expansión la productividad del trabajo se asentó en un incremento de la ratio capital trabajo que compensó la ganancia de peso de aquellas empresas con menor productividad total de los factores, mientras que desde 2014 se están produciendo ganancias genuinas de eficiencia, que son compensadas por un uso menos intensivo del capital en relación con el factor trabajo. Aun así, el crecimiento de la productividad total de los factores sigue siendo reducido.

En este contexto, cobra especial relevancia la inversión en capital humano y tecnológico. De acuerdo con la evidencia disponible, durante la crisis se produjo un alargamiento del período de formación de los jóvenes, que han ido retrasando su incorporación al mercado laboral, pauta que se ha mantenido durante la recuperación. Así, la tasa de actividad de los jóvenes españoles de entre 16 y 19 años se ha reducido del 30 % al 15 %, en paralelo a un incremento del porcentaje de jóvenes que participaban en la educación reglada o en algún curso de formación, reduciendo el déficit de España en comparación con otros países europeos (véase gráfico 1.21)⁶⁶. En todo caso, el sistema educativo debería reformarse con el objetivo de eliminar la brecha que España muestra en los indicadores de calidad educativa frente a otros países desarrollados, y afrontar las tendencias de 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 educativo. Por otro lado, a lo largo de la crisis ha aumentado la brecha de España respecto a sus socios europeos en cuanto a capital tecnológico, debido a un menor gasto en I+D sobre PIB tanto en el sector público como, sobre todo, en el privado, segmento donde las diferencias son mayores. A las características estructurales que limitan la capacidad innovadora de las empresas (en términos de capital humano, capacidades empresariales, estructura productiva y financiación) y al diseño mejorable del sistema público de investigación,

⁶⁶ En cualquier caso, la tasa de abandono escolar en 2017 fue del 18,3 %, aún por encima del objetivo de referencia de la estrategia europea 2020, del 15 %, y lejos de la europea, del 10,7 %. El objetivo se refiere al porcentaje de población de 18 a 24 años que ha completado, como máximo, la primera etapa de la educación secundaria y no sigue ningún estudio o formación.

se añaden otras de carácter más coyuntural, como son la débil dotación presupuestaria pública en el ámbito de la innovación y los efectos negativos que para el esfuerzo innovador de las compañías se derivan del insuficiente grado de competencia empresarial de ciertos sectores⁶⁷.

Existen distintas barreras regulatorias que limitan la asignación eficiente de recursos y la competencia empresarial. Según la estadística DIRCE⁶⁸, se destruyeron entre 2008 y 2014 un 9 % de las empresas activas del país, mientras que entre 2014 y 2016 se han recuperado 5 pp de esa caída, con un ritmo de creación de nuevas empresas todavía reducido y una dinámica de destrucción de las existentes que sigue siendo elevada. Entre los factores que pueden estar limitando el surgimiento de nuevos proyectos empresariales, cabe resaltar, por una parte, las barreras de entrada regulatorias en determinados mercados —como, por ejemplo, el retraso o la moratoria en la aprobación de licencias para realizar determinadas actividades a nivel local y las limitaciones a la competencia en ciertos sectores, como el transporte de pasajeros tanto ferroviario como por carretera—, o los derivados del retraso en la aplicación de la Ley de Unidad de Mercado⁶⁹. Por otra parte, determinados elementos de la regulación fiscal y laboral penalizan el crecimiento de las empresas a partir de ciertos umbrales⁷⁰, a los que se unen los problemas a la extinción de empresas improductivas derivados de procedimientos concursales no suficientemente rápidos y eficientes, así como algunas distorsiones que pueden favorecer a las empresas menos productivas⁷¹.

La escasa corrección de los márgenes empresariales en la recuperación puede obedecer a falta de competencia de determinados sectores productivos. Durante el período de la crisis, la necesidad de muchas empresas de mejorar su posición financiera en un contexto de encarecimiento y menor disponibilidad de recursos ajenos pudo justificar el aumento de márgenes unitarios. Por el contrario, en la actual fase cíclica, la falta de ajuste de los excedentes unitarios relativos frente a los demás países de la zona del euro podría ser indicativa de la falta de competencia de algunos mercados, con implicaciones adversas para la continuación del proceso de ganancia de competitividad, necesaria para la corrección del desequilibrio exterior⁷². La competencia y el crecimiento contenido de los precios relativos son necesarios también para los sectores que no están abiertos al exterior, dado que los sectores que producen bienes comerciables incorporan una elevada proporción de bienes y servicios no comerciables.

De hecho, las ganancias de competitividad frente al área del euro han recaído más en el ajuste de los salarios que en el de los márgenes empresariales. Las mejoras de productividad asociadas a la fuerte destrucción de empleo, en los primeros estadios de la crisis, y la moderación salarial, en todo el período posterior, han permitido

67 Sobre el menor peso de la inversión en activos intangibles por parte de las empresas españolas, en agregado, véase el capítulo 3 de este Informe.

68 El DIRCE (Directorio Central de Empresas) reúne, en un sistema de información único, a todas las empresas españolas y a sus unidades locales ubicadas en el territorio nacional.

69 En particular, la sentencia del Tribunal Constitucional en contra de ciertos artículos de la Ley de Unidad de Mercado obliga a revisar su implementación efectiva. Concretamente, el fallo debe fomentar que las regiones pongan en común sus diferentes prácticas sector a sector para alcanzar estándares de regulación de acuerdo con las mejores prácticas y manteniendo el objetivo de favorecer la productividad y no limitar la entrada de potenciales competidores.

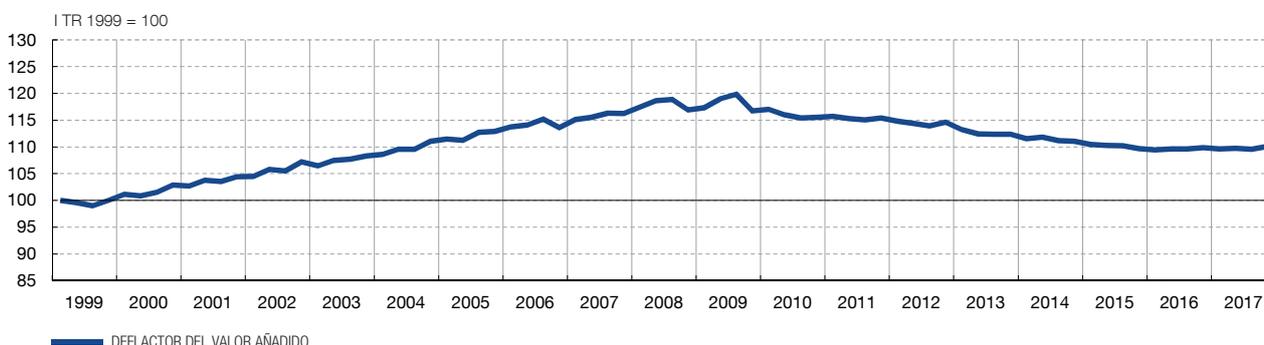
70 Véanse, M. Almunia y D. López-Rodríguez (2018), «Under the Radar: The Effects of Monitoring Firms on Tax Compliance», *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 10, pp. 1-38, y M. Almunia, J. F. Jimeno y D. López-Rodríguez (2018), *Size-Dependent Regulations in Spain*, Documento de Trabajo del Banco de España, de próxima aparición.

71 Véase capítulo 4 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España.

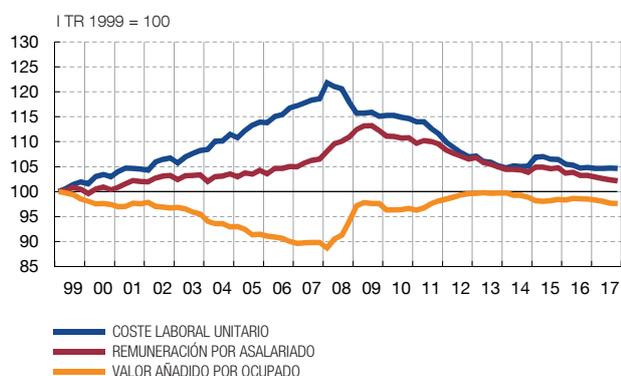
72 Véase el recuadro 1.2, donde se documenta la evolución más expansiva de los márgenes en España y se analizan las posibles causas.

En 2017, continuó la mejora de los CLU relativos frente al área del euro, tras lo cual casi se ha recuperado la pérdida de competitividad acumulada en la anterior fase expansiva. Sin embargo, en términos del excedente bruto relativo por unidad de producto se mantiene aproximadamente el nivel precrisis.

1 DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO RELATIVO ESPAÑA/UEM
Niveles relativos



2 COSTES LABORALES UNITARIOS DE LA ECONOMÍA DE MERCADO RELATIVOS ESPAÑA/UEM
Niveles relativos



3 EXCEDENTE BRUTO UNITARIO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO RELATIVO ESPAÑA/UEM
Niveles relativos



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



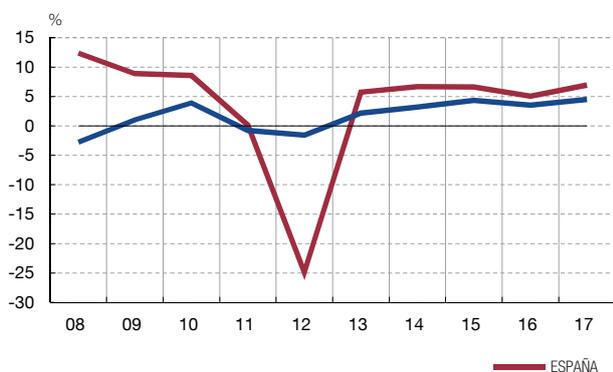
restaurar, en su mayor parte, la competitividad perdida frente a los demás países del área del euro, medida a través de los niveles de los CLU relativos. En concreto, mientras que, para el conjunto de la economía de mercado, el crecimiento de los CLU en España entre 1999 y 2008 superó en 22 pp al observado en la zona del euro, el nivel relativo actual es solamente 5 pp superior. Sin embargo, en términos del excedente unitario, la pérdida de competitividad en la etapa expansiva tuvo una magnitud similar a la de los CLU, pero la corrección posterior ha sido mucho menor, lo que explica que el nivel actual del deflactor del valor añadido haya crecido en términos acumulados desde el inicio de la unión monetaria 10 pp más en España que en el conjunto del área del euro (véase gráfico 1.22).

A pesar de las recientes mejoras, las entidades de crédito españolas se enfrentan a importantes retos, derivados, entre otros, de los legados de la crisis, el nuevo entorno regulatorio y los avances tecnológicos⁷³. Las entidades de crédito deben anticiparse a estos cambios, para continuar desempeñando eficientemente su función de intermediación de los flujos financieros de la economía, proporcionando los recursos

73 Véase el capítulo 2 de este Informe.

Las entidades de crédito españolas presentan menores niveles de capital y mayor morosidad que el conjunto de sus homólogas europeas. Sin embargo, se comparan favorablemente en términos de eficiencia y rentabilidad, aunque la evolución reciente no es del todo favorable. Así, la ratio de eficiencia en España ha tendido a empeorar en los últimos años y las rentabilidades actuales son históricamente bajas.

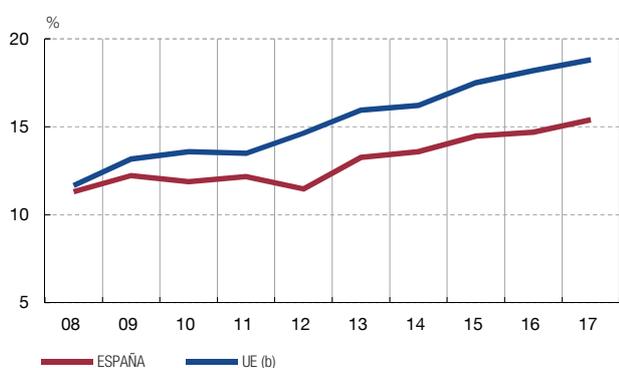
1 RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS (ROE)



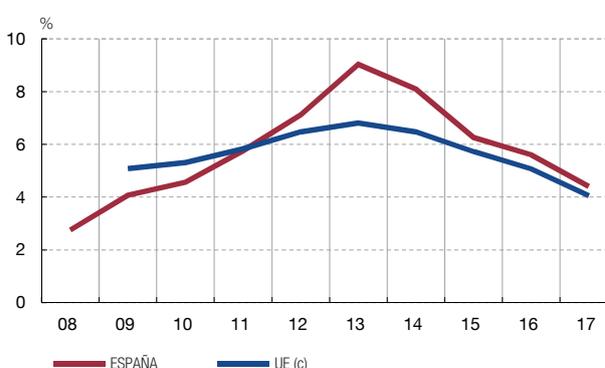
2 RATIO DE EFICIENCIA (COSTES SOBRE INGRESOS OPERATIVOS)



3 RATIO DE SOLVENCIA



4 RATIO DE DUDOSOS SOBRE TOTAL PRÉSTAMOS



FUENTES: Banco Central Europeo (*Consolidated Banking Data*), European Banking Authority (*Risk Dashboard*) y Banco de España.

a Datos consolidados.

b El dato de 2017 de la UE corresponde a septiembre.

c Debido a los problemas de comparabilidad y disponibilidad, en este caso se ha optado por los datos del *Risk Dashboard* de la EBA.

 Descargar

necesarios en condiciones competitivas a los agentes con necesidades de financiación. Si bien este es un reto que comparten con el resto de las instituciones de crédito de los países de nuestro entorno, las españolas deben abordarlo en un contexto en el que, pese a los notables esfuerzos de ajuste, saneamiento y reestructuración de estos últimos años, algunas de las consecuencias de la crisis siguen pesando de forma relevante sobre ellas, tal y como se analiza en detalle en el capítulo 2. Este es el caso de los volúmenes relativos de activos problemáticos —que, pese a su importante reducción en los últimos años, todavía son relativamente elevados—, los niveles de rentabilidad reducidos del negocio en España y las ratios de solvencia comparativamente bajas a nivel internacional, aunque claramente superiores a los mínimos regulatorios (véase gráfico 1.23). En 2017, hay que destacar la resolución del Banco Popular Español, decidida por la Junta Única de Resolución, derivada de las graves dificultades que la entidad estaba atravesando. Aunque la recuperación económica continuará propiciando un descenso continuado de los activos problemáticos (dudosos y adjudicados), resulta crucial que las entidades perseveren en sus esfuerzos para seguir reduciendo

dichos activos. Es igualmente necesario proseguir con el reajuste de los gastos operativos del negocio en España, teniendo en cuenta que no cabe esperar, en el corto y medio plazo, el retorno de los niveles de crédito bancario a los valores alcanzados durante la fase expansiva que precedió a la crisis.

La crisis puso de manifiesto la necesidad de reformar la arquitectura institucional del área del euro. En 2017, la Comisión Europea (CE) lideró varias iniciativas de avance en los ámbitos político, financiero, de unión económica y de política fiscal⁷⁴. El proceso propuesto por la CE viene regido por dos principios complementarios: por un lado, un mayor grado de solidaridad y de compartición de riesgos entre Estados miembros, y, por otro lado, una mayor asunción de responsabilidad por parte de las autoridades nacionales, incluyendo medidas específicas de reducción de riesgos en sus economías. La experiencia reciente de la crisis aconseja avanzar de forma simultánea en los aspectos resalta- dos por la CE⁷⁵.

En el ámbito financiero, la prioridad debe ser completar la unión bancaria. En este campo, hay varias piezas fundamentales aún pendientes. La primera de ellas es la creación de un respaldo financiero común para el Fondo Único de Resolución (FUR), sobre el cual hay un amplio consenso para que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) pueda llegar a asumir esta función, posiblemente a través de una línea de crédito. Asimismo, es necesario revisar la suficiencia de los mecanismos de provisión de liquidez dentro de todas las fases del proceso de resolución, puesto que tanto la disponibilidad de recursos del FUR como la liquidez del BCE (bien a través de operaciones de política monetaria o bien a través de la liquidez de emergencia) presentan ciertas limitaciones. Una segunda pieza fundamental pendiente es la creación de un Sistema de Garantía de Depósitos Europeo (EDIS) que proporcione el mismo nivel de protección a todos los depositantes, independientemente de su localización, disminuya la posibilidad de que surjan procesos de desconfianza que lleven a una retirada generalizada de depósitos y debilite los vínculos entre los bancos y el soberano. En este terreno, los avances han sido más modestos, habiéndose llegado a un cierto consenso en que la introducción de elementos que impliquen compartir riesgos a futuro en los sistemas bancarios nacionales requerirá la implementación, de forma paralela, de medidas de reducción de los actualmente existentes. Asimismo, se han realizado propuestas de creación de titulizaciones de deuda de los países miembros (bonos europeos respaldados por bonos soberanos), lo que, bajo determinadas condiciones, podría facilitar una mayor diversificación de las actuales carteras de deuda soberana de los bancos, que en la actualidad están sujetas a un cierto sesgo a favor de la deuda emitida por el país de origen⁷⁶. A más largo plazo, se ha planteado también la posibilidad de desarrollar algún mecanismo de emisiones conjuntas de deuda, que permita disponer de un activo europeo seguro, de modo que los Gobiernos puedan financiarse a un coste razonable en situaciones de crisis. Por último, el impulso al proyecto de Unión del Mercado de Capitales ha de posibilitar una mayor diversificación de las fuentes de financiación del sector privado y una mayor robustez de los mecanismos privados de compartición de riesgos. Entre las actuaciones adoptadas en 2017, destacan las dirigidas a promover la financiación de la innovación, las empresas de reciente creación o las no admitidas a negociación, a facilitar la financiación

74 Véanse el *Libro blanco sobre el futuro de Europa y el camino a seguir*, marzo de 2017, Comisión Europea, y el *Documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria*, mayo de 2017, Comisión Europea, que avanza sobre el llamado *Informe de los cinco presidentes*, junio de 2015, Comisión Europea.

75 Algunas de las iniciativas para completar la UEM y un posible calendario se presentan en el recuadro 5, "El debate sobre la reforma de la gobernanza de la UEM", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

76 Véase el documento *High Level Task Force on Safe Assets*, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

a las empresas en los mercados de capitales, y a favorecer las inversiones a largo plazo, sostenibles y en infraestructuras.

En el ámbito de la política fiscal, las dificultades asociadas al actual marco descentralizado de toma de decisiones resaltan la conveniencia de diseñar instrumentos de carácter supranacional que permitan hacer frente a perturbaciones adversas. En particular, resulta deseable progresar en la creación de algún tipo de mecanismo común de aseguramiento cíclico, que contribuya a paliar los efectos de la ausencia de una capacidad fiscal centralizada y la escasa potencia estabilizadora de los mecanismos públicos y privados de compartición de riesgos existentes actualmente (como pone de manifiesto el reducido tamaño del presupuesto de la UE). Algunos análisis disponibles sugieren que se podía diseñar un mecanismo que, comprometiendo un volumen de recursos relativamente reducido (del 1 % del PIB, cifra inferior al actual presupuesto europeo), y sin conllevar transferencias permanentes entre Estados, permitiría alcanzar una capacidad de estabilización fiscal similar a la del sistema federal de transferencias de Estados Unidos⁷⁷.

Asimismo, el marco de gobernanza presupuestario actual debe incentivar que los países generen márgenes de maniobra durante las fases de expansión. La ausencia de incentivos suficientemente fuertes para crear esos márgenes reduce la capacidad estabilizadora de la política fiscal en el conjunto del área del euro en momentos de crisis. 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, se considera fundamental el reforzamiento de las labores de supervisión del cumplimiento de las reglas fiscales. Ello se vería favorecido por una simplificación del marco presupuestario europeo, que actualmente es demasiado complejo y poco transparente.

Por último, en el ámbito político las iniciativas persiguen afianzar una gobernanza más efectiva y transparente. Existe una percepción creciente acerca de la necesidad de que el proyecto de profundización en la UEM venga asociado a un aumento de su aceptación por la ciudadanía. En este sentido, se prevé un fortalecimiento de la capacidad de supervisión del Parlamento Europeo, así como la integración en el marco legal de la UE de los tratados intergubernamentales vigentes. Se ha logrado también un consenso en cuanto a la necesidad de crear un Fondo Monetario Europeo (FME), que, anclado en la legislación europea, asuma las funciones y aumente la potencia de actuación del MEDE. Por último, la CE ha propuesto la creación de la posición de un ministro de Economía y Finanzas, con el objetivo de mejorar la coordinación de las políticas económicas y la rendición de cuentas ante el Parlamento Europeo.

⁷⁷ Véase el capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España.

La situación política en Cataluña continúa constituyendo uno de los principales elementos de riesgo doméstico para la evolución futura de la economía española en su conjunto, y de esa comunidad autónoma en particular, si bien la escalada de tensiones, que alcanzó su cima con los eventos registrados en octubre de 2017, ha tendido a remitir desde el pasado mes de noviembre.

En este contexto, los indicadores económicos referidos a los últimos meses del año pasado y a la primera parte del corriente indican que la economía catalana se habría desacelerado en mayor medida que el resto de las comunidades autónomas de mayor tamaño,

frente al mayor dinamismo registrado en la primera parte de 2017. Este peor desempeño relativo se ha reflejado, principalmente, en un conjunto de indicadores relativos a las decisiones de empleo de las empresas (afiliaciones a la Seguridad Social), el consumo de las familias (índices de comercio al por menor), el turismo (pernoctaciones hoteleras de no residentes), la inversión residencial (compraventa de viviendas) (véanse gráficos 6 a 9) o la inversión empresarial, de acuerdo con la evidencia disponible. Con respecto a los indicadores referidos a los mercados financieros, estos muestran una normalización (véanse gráficos 1 y 2), tras lo observado en el período inmediatamente posterior a la escalada de principios

Gráfico 1
ÍNDICES BURSÁTILES GENERALES



Gráfico 2
VOLATILIDAD IMPLÍCITA



Gráfico 3
INCERTIDUMBRE EN LOS MERCADOS FINANCIEROS (a)



Gráfico 4
INCERTIDUMBRE ECONÓMICA Y SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, IESE, FUNCAS, Barómetro del CIS, PRS Group y Banco de España.

- a Indicador sintético calculado a partir de los indicadores de volatilidad del IBEX-35, del tipo de cambio, del precio del petróleo y del bono a diez años.
- b Indicador sintético calculado a partir de los indicadores de valoración política del CIS (actual y expectativas), indicador de riesgo político (PRS Group), índice de fragmentación del Parlamento nacional, indicador de incertidumbre sobre las políticas económicas (EPU) y desacuerdo en las previsiones de déficit público.
- c Los escenarios corresponden a las hipótesis utilizadas en el recuadro 1.1, «El impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña», del Informe de Estabilidad Financiera, de noviembre de 2017, del Banco de España. En el escenario 1 se supone que el nivel de incertidumbre aumenta de manera transitoria durante el cuarto trimestre de 2017, y retorna en el primer trimestre del año 2018 al nivel del tercer trimestre de 2017. Este aumento se calibra a partir de la distribución estadística de las medidas de incertidumbre consideradas, que se incrementan en una magnitud que se sitúa en el percentil 90 de cada serie (es decir, solo un 10 % de las variaciones históricas, a nivel de cada indicador, son superiores a las que se asumen). En el escenario 2 se supone un aumento de la incertidumbre en el cuarto trimestre de 2017 equivalente al registrado en el episodio histórico de subida más intensa, asumiéndose que, tras este shock inicial, el nivel de los indicadores de incertidumbre se reduce de manera lineal a lo largo del horizonte de la simulación.

Descargar

de octubre pasado, que vino acompañada de un aumento de la volatilidad en los mercados bursátiles, así como de un comportamiento más desfavorable de la Bolsa española que el registrado por el EUROSTOXX, en particular debido a la evolución negativa de las cotizaciones bancarias y, especialmente, la de las entidades que tenían en aquel momento su sede en Cataluña.

No obstante, no resulta fácil determinar la medida en que el comportamiento más desfavorable que, en términos relativos, se ha observado en los indicadores económicos de esta comunidad autónoma se encuentra vinculado a la situación política, dado que otros factores podrían estar afectando de manera simultánea a la economía catalana. Asimismo, también resulta complejo estimar

Gráfico 5
CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS (a)

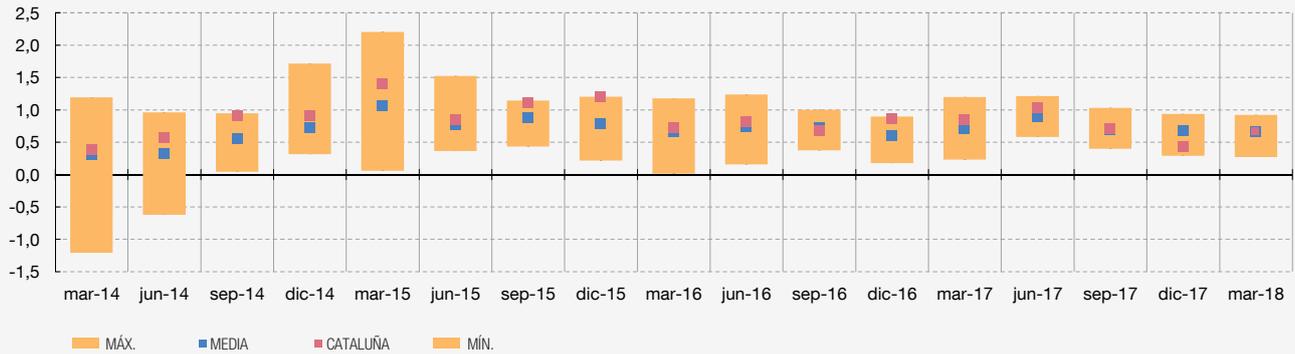


Gráfico 6
AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL
Tasas interanuales sobre series ajustadas

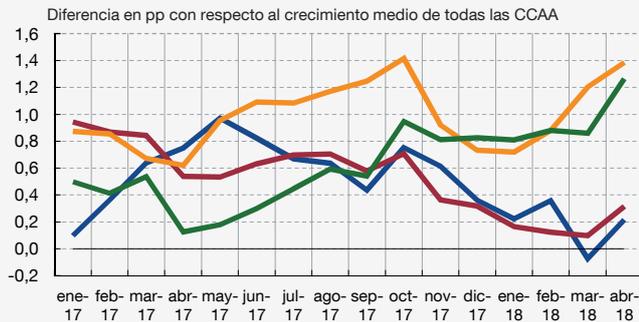


Gráfico 7
ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR
Tasas interanuales sobre series ajustadas

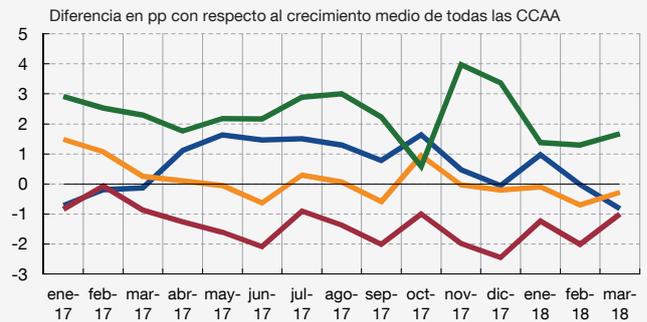


Gráfico 8
PERNOCTACIONES DE NO RESIDENTES
Tasas interanuales sobre series ajustadas

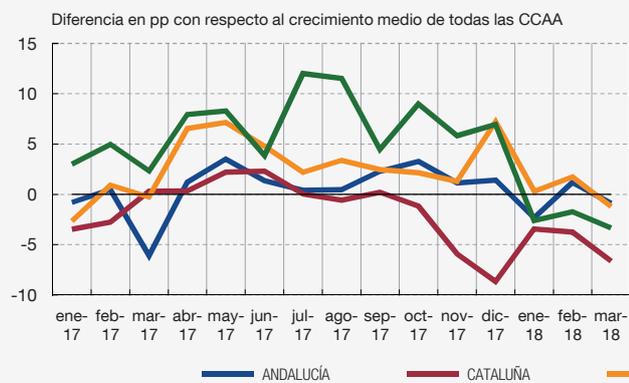
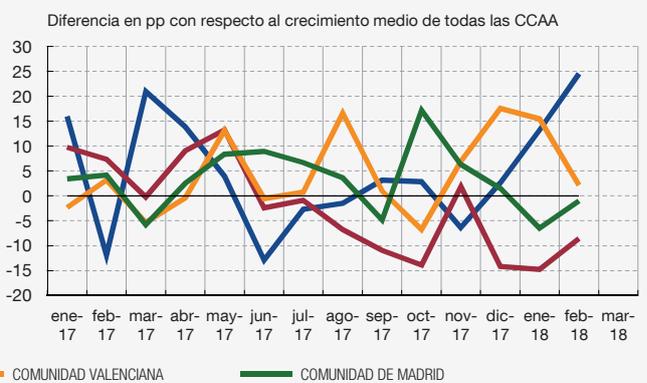


Gráfico 9
COMPRAS DE VIVIENDAS
Tasas interanuales sobre series ajustadas



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

a Estimaciones de AIReF.



en qué medida estos eventos podrían haber afectado al dinamismo económico de otros territorios, tanto a través de los vínculos directos de comercio entre los distintos puntos de la geografía española como a través del clima de incertidumbre general que dichos acontecimientos puedan haber causado. De hecho, el principal canal a través del cual podría estar afectando la situación política en Cataluña a la economía de esta región y a la española en su conjunto sería este último, en la medida en que esté influyendo en la confianza de los agentes y, por tanto, en sus decisiones de gasto y condiciones de financiación.

En este sentido, los indicadores disponibles de incertidumbre económica, referidos al conjunto del país, reflejan que su aumento significativo registrado en octubre del año pasado tuvo un carácter transitorio, de manera que se produjo una cierta normalización de los indicadores en los meses posteriores, hacia valores en línea con los observados en los meses previos a los del episodio de mayor tensión política de finales del año pasado (véanse gráficos 3 y 4). La evolución observada en los indicadores se encuentra en línea con el escenario hipotético más benigno de los simulados en el marco del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España, publicado el 11 de noviembre de 2017¹. En particular,

¹ Véase el recuadro 1.1, «El impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña», del *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre de 2017, del Banco de España. En particular, en

en dicho informe se proporcionaron varios escenarios hipotéticos, basados en episodios históricos en los que se observaron aumentos significativos de la incertidumbre, que incorporaban distintas hipótesis sobre el grado de prolongación en el tiempo que podría llegar a tener el episodio actual.

A corto y medio plazo, la incidencia final de este elemento de riesgo sobre el conjunto de la economía española dependerá de la magnitud y de la persistencia que acabe teniendo este episodio de incertidumbre política. El alivio del grado de tensión en Cataluña podría conducir a un escenario de mayor crecimiento del producto. Por el contrario, un rebrote de las tensiones podría incidir negativamente en la confianza de los agentes y en la actividad. En este sentido, la incertidumbre que persiste sobre el devenir de la actual legislatura, tras las elecciones autonómicas de diciembre pasado, podría afectar al proceso de normalización de la situación económica en Cataluña.

un primer escenario se asumía un aumento transitorio y acotado de la incertidumbre, que produciría una pérdida acumulada de PIB hasta finales de 2019 de unas tres décimas, y otro escenario más severo y prolongado, con una pérdida de *output* sustancialmente mayor. Para una descripción de los modelos econométricos que miden la respuesta de la actividad económica y de los componentes de demanda ante fluctuaciones de la incertidumbre, véase el artículo analítico «*Incertidumbre macroeconómica: medición e impacto sobre la economía española*», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

La economía española ha experimentado desde el inicio de la crisis una intensa mejora de su competitividad. En relación con la zona del euro, las ganancias de competitividad han sido más visibles en términos de los costes laborales por unidad de producto que en términos de precios. Así, entre 2008 y 2017, se habían corregido casi completamente las pérdidas de competitividad acumuladas desde el inicio de la UEM, medidas por los costes laborales unitarios relativos. No obstante, la corrección es mucho más modesta cuando se atiende a la evolución del tipo de cambio efectivo real construido con los IPC o con los precios industriales relativos. En concreto, si bien la evolución de los precios ha sido más contenida en España que en la zona del euro en los últimos años, no ha sido suficiente para compensar el fuerte deterioro de los precios relativos que se produjo en la fase alcista anterior a 2008.

Para entender los factores que subyacen a esta evolución relativamente dispar entre precios y remuneración por asalariado, resulta de interés analizar el comportamiento de los márgenes empresariales, definidos como la diferencia entre el precio de venta y los costes de producción. El análisis de los márgenes se enfrenta a la dificultad, no obstante, de que es una variable que no se observa de forma directa, si bien se puede estimar de manera aproximada.

Los gráficos 3 y 4 muestran las estimaciones de los márgenes para varios países del área del euro a partir de los datos de Contabilidad Nacional, definidos como la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de las sociedades no financieras (SNF). Durante la crisis, se observa un crecimiento de los márgenes en España y Portugal, que contrasta con la caída, más o menos pronunciada, registrada en Italia, Francia y Alemania.

Aunque no existe un planteamiento teórico comúnmente aceptado para explicar el comportamiento cíclico de los márgenes empresariales, hay abundante literatura económica que documenta un patrón similar al español durante la crisis y lo relaciona con la necesidad de las empresas de seguir disponiendo de recursos financieros internos en una situación de condiciones de financiación desfavorables. Este argumento parece especialmente oportuno para dar cuenta de lo sucedido durante la crisis financiera, cuando los márgenes crecieron de forma muy significativa en los países periféricos de la UEM y en otras economías como Estados Unidos¹. Gilchrist *et al.* (2017)² muestran que, en un contexto de fuerte presión financiera (alto endeudamiento, endurecimiento de las condiciones de financiación y restricciones al acceso al nuevo crédito), las empresas estadounidenses decidieron elevar su margen empresarial al comienzo de la crisis iniciada en 2008, pese a la debilidad de la demanda y la posibilidad de perder cuota de

mercado, como mecanismo para generar recursos internos y hacer frente a sus obligaciones financieras, mejorar su posición patrimonial, financiar proyectos de inversión y acomodar posibles perturbaciones financieras.

Sin embargo, la validez del argumento anterior es menos clara de cara a entender la evolución de los márgenes en la actual fase de recuperación. Como se puede observar en los gráficos 3 y 4, a pesar de la importante mejoría que se ha producido en las condiciones financieras durante los últimos años, los márgenes no se han reducido desde 2014 en los países incluidos y, en el caso de España y Portugal, han mantenido la fortaleza que venían mostrando durante los primeros años de crisis³.

A partir de la información individual de empresas no financieras españolas, Montero y Urtasun (2014)⁴ analizan para el período 2007-2011 la relación entre el incremento de los márgenes precio-coste en diferentes ramas de actividad y la presión financiera del sector, considerando adicionalmente otras variables que, en principio, pueden contribuir a explicar su comportamiento, y que aproximarían el grado de competencia, el tamaño empresarial o el grado de innovación dentro de las compañías. Los resultados confirman la relevancia del grado de presión financiera como condicionante importante de los márgenes de las sociedades no financieras, al mismo tiempo que señalan la relevancia del grado de competencia del sector de referencia a la hora de explicar la variación de los márgenes empresariales en España. En concreto, los márgenes se incrementarían en mayor medida en aquellos sectores que sufren mayores restricciones financieras, pero también en aquellos que presentan un nivel de competencia menor.

Este último resultado podría indicar que el mantenimiento de los márgenes empresariales elevados durante la actual fase expansiva refleja una cierta falta de competencia en algunos sectores, de modo que este factor dominaría sobre el efecto que, con signo negativo, podría estar teniendo la mejora de las condiciones financieras sobre los márgenes. Así, tal y como se muestra en el gráfico 5, en los últimos tres años se ha producido una progresiva reactivación de los canales de financiación externa⁵ —fundamentalmente

1 Pese a observarse una evolución cualitativamente similar para los márgenes empresariales, cabe destacar que el ajuste en términos de empleo y salarios durante la crisis fue más acusado en el caso de España que en el de otras economías avanzadas como Estados Unidos.

2 S. Gilchrist, R. Schoenle, J. Sim y E. Zakrajsek (2017), «Inflation Dynamics during the Financial Crisis», *American Economic Review*, vol. 107 (3), pp. 785-823.

3 Asimismo, utilizando la información a nivel de empresa de la Central de Balances del Banco de España, se ha comprobado que los márgenes contables de las empresas españolas han aumentado en los primeros años de la recuperación (2014-2015). Concretamente, el margen contable a nivel de empresa se mide como la ratio del excedente bruto de explotación entre el valor añadido.

4 J. 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.

5 Otro factor que se ha de tener en cuenta es el descenso, producido a partir de 2013, de los tipos de interés de los préstamos bancarios, que, especialmente en algunos segmentos, se situaban muy por encima de los observados en el núcleo del área del euro y que, desde entonces, han tendido a converger con los de estos países, a raíz de las diferentes actuaciones emprendidas a escala tanto nacional (reestructuración del sistema financiero) como europea (acciones de política monetaria del BCE).

Gráfico 1
ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO CON COSTES

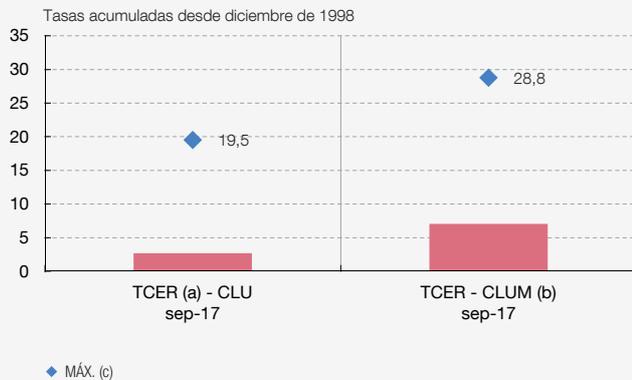


Gráfico 2
ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO CON PRECIOS

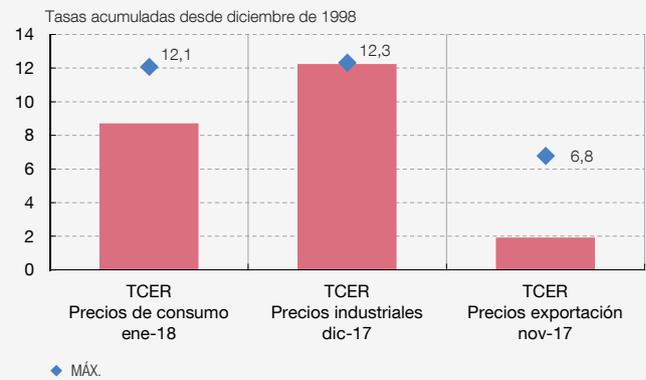


Gráfico 3
EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Gráfico 4
EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS

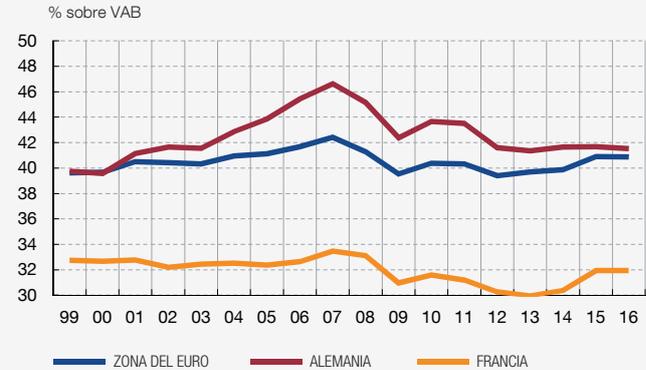
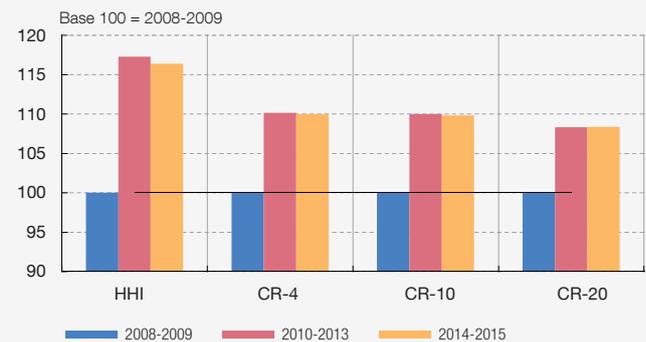


Gráfico 5
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A PYMES (d)



Gráfico 6
ÍNDICES DE COMPETENCIA/CONCENTRACIÓN DE ESPAÑA (e)



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

- a TCER: tipo de cambio efectivo real.
- b CLUM: costes laborales unitarios en manufacturas.
- c Pérdida máxima de competitividad desde 1998.
- d Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro en la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés).
- e Se consideran cuatro índices de concentración normalizados a 100 en 2008-2009 dados por las cuotas de mercado de las 4, 10 y 20 empresas más grandes de cada sector y el índice de Herfindahl (HHI). En la elaboración del gráfico se calculan dichos índices para cada sector de la CNAE-2009 a 4 dígitos y se agregan al total de la economía como una media ponderada, utilizando el peso de cada sector en el VAB total como ponderación.



bancaria, en el caso de las pequeñas y medianas empresas españolas⁶—, que debería facilitar, en un entorno de recuperación de la actividad, una reducción gradual de los márgenes que se cargan sobre los diferentes costes de la empresa. Sin embargo, el gráfico 6 muestra que aún no se ha corregido el retroceso en el grado de competencia que se produjo durante la crisis como resultado de la desaparición de un número significativo de empresas. Concretamente, si bien los índices de concentración considerados muestran pérdidas de competencia significativas entre el período de crisis financiera global (2008-2009) y la posterior recesión (2010-2013), el cambio en los niveles de competencia de la economía española es prácticamente nulo durante el inicio de la actual fase de recuperación (2014-2015). Por ejemplo, el grado de

concentración, aproximado por la cuota de mercado de las cuatro empresas más grandes de cada sector (CR-4), aumentó un 10 % durante la crisis, y se redujo solamente un 0,1 % durante la posterior fase de recuperación⁷.

En las circunstancias actuales, resulta necesario evaluar en qué sectores puede existir un grado insuficiente de competencia y revisar determinadas barreras, incluyendo las regulatorias, para la participación de un mayor número de competidores, con el objetivo no solo de mejorar el bienestar de los consumidores, sino también de aumentar los efectos positivos de las reformas pasadas en los mercados laboral y financieros.

6 Concretamente se muestra cómo 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 (véase capítulo 2 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España, para más detalles).

7 Los índices de concentración considerados adolecen de ciertas debilidades como indicadores del grado de competencia efectiva, porque dependen crucialmente de la definición de mercado relevante. En este caso, se ha considerado que el mercado relevante es el sector a nivel nacional en el que operan las empresas, ignorando, por ejemplo, la dimensión geográfica, que en algunos sectores puede influir en la determinación del mercado relevante.

La política monetaria del BCE ha proporcionado un estímulo notable a lo largo de los últimos años, materializado en tipos de interés de referencia en niveles históricamente reducidos y en la aplicación de medidas no convencionales, que incluyen la expansión de su balance (programa de compra de activos —APP, por sus siglas en inglés— y operaciones de financiación de largo plazo —TLTRO—) y de orientación de expectativas (*forward guidance*). Estas actuaciones han permitido relajar las condiciones financieras, convirtiéndose en uno de los soportes fundamentales de la recuperación económica del área y contribuyendo a contrarrestar las tendencias deflacionistas. Este recuadro presenta evidencia empírica del impacto macroeconómico de las medidas adoptadas por el BCE en los últimos años, tanto para el área del euro como para la economía española, actualizando los resultados que se presentaron en Banco de España (2016)¹.

Para medir el impacto de las medidas monetarias en el área del euro, se utiliza un modelo estructural de vectores autorregresivos², que permite capturar el efecto de la política monetaria a través del tamaño del balance del Eurosistema. En un primer paso, se construye un escenario base sin medidas de expansión del balance y otro alternativo, que incorpora las compras de activos del APP y las adjudicaciones de las TLTRO. La comparación de estos dos escenarios revela que las medidas del BCE habrían tenido un impacto de unos 2,3 pp sobre la tasa de crecimiento del PIB real y de 1,7 pp sobre la tasa de inflación del área del euro, medida por el IAPC, en términos acumulados durante el período 2015-2018 (véase gráfico 1)³.

Para analizar el impacto de las medidas monetarias sobre la economía española se utiliza el modelo trimestral del Banco de España (MTBE), que recoge con alto grado de detalle las interrelaciones de las variables agregadas⁴. El modelo incorpora los efectos de la política monetaria sobre la economía española a través del canal comercial, derivados de un aumento de las exportaciones inducido por un mayor crecimiento de la UEM, y también aquellos otros que discurren a través de los cambios en las condiciones financieras, como el tipo de cambio, el precio de los activos bursátiles y el coste de la financiación bancaria. Para estimar los efectos de las medidas monetarias sobre el tipo de cambio y las cotizaciones bursátiles, se utiliza la denominada «metodología de estudio de eventos», que considera como impacto la respuesta del precio de diversos activos financieros a los anuncios de medidas de política monetaria⁵. Como resultado de este ejercicio, se

estima que la política monetaria del BCE desde mediados de 2014 habría favorecido una depreciación del euro cercana al 11 % y una subida de las cotizaciones bursátiles de en torno al 18 %, desde ese momento hasta el último evento considerado (véase gráfico 2)⁶. La transmisión de las medidas del BCE al coste de la financiación bancaria es más lenta y su identificación se apoya en modelos que tratan de aproximar el comportamiento de los tipos bancarios, que incorporan como determinantes los tipos de interés interbancarios, así como variables *proxy* del ciclo económico y de las primas de riesgo. Se sigue la metodología de Banco de España (2016) elaborando un escenario contrafactual «en ausencia de medidas», que, entre otros supuestos, asume que los tipos interbancarios se han mantenido constantes. Con esta aproximación, se estima un impacto de las medidas del BCE sobre los tipos del préstamo bancario que oscila entre 85 pb y 110 pb (véase gráfico 2)⁷.

Incorporando todos estos supuestos al MTBE, se obtiene una estimación del efecto de las medidas de estímulo monetario sobre el PIB real y el IPC en España. Como se observa en los gráficos 3 y 4, las medidas han tenido efectos positivos significativos sobre ambas variables. En concreto, se estima que, a final de este año, las medidas habrán elevado el PIB real en un 2,3 %, y el IPC en un 1,4 %. Estos efectos son de una magnitud bastante similar a la de los efectos estimados para el área del euro en su conjunto⁸. En términos de su composición, el cuadro 1 muestra las contribuciones de la demanda interna y las exportaciones netas al impacto sobre el PIB, lo que permite comprobar que la mejora de la demanda interna explica algo más de dos tercios de dicho impulso en términos acumulados.

al evento considerado— en torno a 45 eventos, que incluyen consejos de gobierno del BCE con anuncio de medidas, publicación de las correspondientes reseñas e intervenciones de miembros del Consejo percibidas como la posibilidad de la adopción próxima de actuaciones. La selección de fechas es similar a la de Banco de España (2016), añadiendo los consejos de gobierno y la publicación de reseñas hasta considerar como último evento las decisiones de octubre de 2017. Para mayor detalle sobre las hipótesis y otras consideraciones en relación con esta metodología, véase capítulo 3 del *Informe Anual, 2015*, del Banco de España. Mediciones alternativas del impacto de las medidas sobre las condiciones financieras del área pueden encontrarse en V. Constâncio (2017), *Effectiveness of Monetary Union and the Capital Markets Union*, discurso, 6 de abril, Malta.

1 Véase capítulo 3, *Informe Anual, 2015*, Banco de España.

2 Véase P. Burriel y A. Galesi (2018), «Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries», *European Economic Review*, 101, enero, pp. 210-229.

3 Estos valores se encuentran dentro de los rangos de efectos estimados por el BCE. Véase, por ejemplo, V. Constâncio (2017), *Effectiveness of Monetary Union and the Capital Markets Union*, discurso, 6 de abril, Malta.

4 Véase A. Arencibia, S. Hurtado, M. de Luis López y E. Ortega (2017), *New Version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1709, Banco de España.

5 En concreto, se calcula la variación de los precios dentro de una ventana de dos días —esto es, entre el cierre del día anterior y el del posterior

6 Asimismo, se estima que las medidas habrían reducido la prima de riesgo soberana de España respecto de la referencia alemana en unos 70 pb, información que se utiliza más adelante para medir el impacto de las medidas sobre los tipos bancarios.

7 Nótese que en los préstamos a empresas por un importe inferior al millón de euros la variación atribuida a la política monetaria constituye una parte pequeña de la caída observada en los tipos. En este caso es posible que los efectos se estén infraestimando, ya que las ecuaciones no capturan el efecto positivo de las TLTRO sobre el coste del pasivo de los bancos y las condiciones de estos préstamos.

8 La similitud de los efectos macroeconómicos de las medidas monetarias no implica, no obstante, que los canales de transmisión hayan sido los mismos que los del conjunto del área del euro. Para un análisis de los canales de transmisión de la política monetaria no convencional en el contexto de una unión monetaria heterogénea entre sus miembros, véase el recuadro 3.3 del *Informe Anual, 2015*.

Las medidas de política monetaria desde 2014 han relajado notablemente las condiciones financieras en España y el resto del área del euro (tipos de préstamos bancarios, diferencial de la deuda soberana, tipo de cambio, etc.). Esto, a su vez, ha producido un efecto positivo notable sobre el PIB y la inflación tanto de España como del conjunto del área en el período 2014-2017, el cual está previsto que continúe también en cierta medida en 2018.

Gráfico 1
ÁREA DEL EURO. CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA AL CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC. 2015 A 2018 (a)

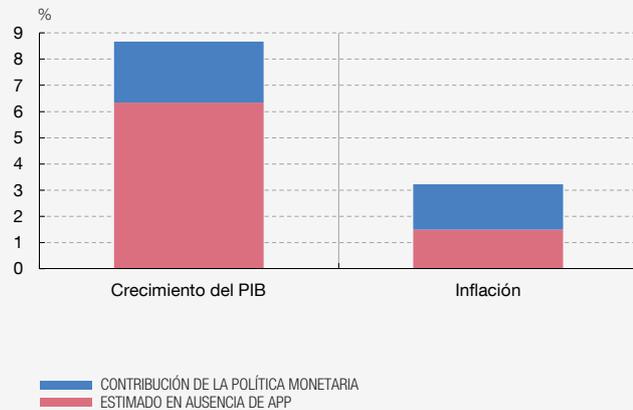


Gráfico 2
CAMBIOS EN LAS CONDICIONES FINANCIERAS
Mayo de 2014 a diciembre de 2017

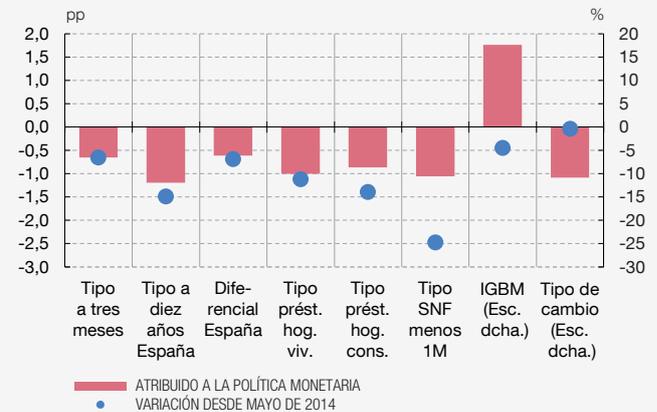


Gráfico 3
ESPAÑA. CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA AL PIB



Gráfico 4
ESPAÑA. CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A LA INFLACIÓN



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación basada en Burriel y Galesi (2018), «Uncovering the Heterogeneous Effects of ECB Unconventional Monetary Policies across Euro Area Countries», *European Economic Review*, 101, pp. 210-229. Para 2018, se emplean previsiones del MPE de marzo.

[Descargar](#)

Cuadro 1
EFECTO DE LAS MEDIDAS DE EXPANSIÓN CUANTITATIVA EN ESPAÑA (a)

	2014	2015	2016	2017	2018
IAPC	0,05	0,49	0,84	1,17	1,40
PIB	0,10	1,01	1,66	2,13	2,29
<i>Contribuciones al crecimiento del PIB real</i>					
Demanda interna	0,04	0,46	0,97	1,39	1,57
Exportaciones netas	0,05	0,58	0,71	0,73	0,69

FUENTE: Banco de España.

a Desviaciones porcentuales frente a niveles del escenario base, calculadas con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE).

Más allá de las estimaciones macroeconómicas presentadas, resulta relevante reflejar los efectos de la política monetaria reciente sobre otras variables de interés. Por un lado, según las sucesivas encuestas sobre préstamos bancarios, las medidas monetarias del Eurosistema desde 2014 habrían tenido efectos positivos sobre la liquidez, las condiciones de financiación y el capital de las entidades bancarias del área del euro⁹. Más ambiguos parecen ser los efectos sobre la rentabilidad bancaria: las encuestas (cualitativas) arriba mencionadas sugieren efectos contrapuestos de las distintas medidas¹⁰, mientras que los análisis cuantitativos muestran efectos netos neutrales¹¹. De manera complementaria,

la evidencia empírica también sugiere efectos claramente positivos de las medidas, y en especial del programa de compra de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés), sobre la financiación de mercado a sociedades no financieras y, de manera indirecta, sobre la disponibilidad de crédito para las empresas de menor tamaño¹². Por último, las medidas monetarias habrían tenido un impacto positivo sobre las finanzas públicas de los principales países del área, a través tanto de la reducción de la carga de intereses de la deuda pública como, de manera indirecta, del impacto macroeconómico sobre las partidas cíclicas de ingresos y gastos¹³.

9 Dicha evidencia puede encontrarse, por ejemplo, en Ó. Arce y A. del Río (2018), «Las implicaciones macroeconómicas y sobre el sector bancario de la política monetaria del BCE», *Papeles de Economía Española*, n.º 155.

10 Según la EPB, los programas TLTRO y APP habrían tenido efectos contrapuestos sobre la rentabilidad bancaria, si bien el número de bancos que reportan efectos positivos del primero supera ampliamente al de los que reportan efectos negativos del segundo. Más consenso parece haber entre las entidades acerca de los efectos negativos sobre su rentabilidad de la política de tipos de interés negativos.

11 Para un análisis cuantitativo de los distintos canales por los que las medidas monetarias afectan a la rentabilidad bancaria, véanse, por

ejemplo, B. Cœuré (2016), *Assessing the implications of negative interest rates*, discurso en el Yale Financial Crisis Forum, 28 de julio de 2016, BCE, y Ó. Arce, M. García-Posada, S. Mayordomo y S. Ongena (2018), *Adapting lending policies when negative interest rates hit banks' profits*, Banco de España, mimeo.

12 Véase *Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB's Corporate QE*, Documentos de Trabajo, n.º 1743, Banco de España (2017).

13 Véase el artículo analítico «El impacto de la política monetaria no convencional sobre las finanzas públicas de la UEM», *Boletín Económico*, 3/2017, Banco de España.

En el caso de España, tanto la ratio de deuda pública sobre el PIB como el déficit público estructural se mantienen en niveles alejados de los límites establecidos en el marco de reglas presupuestarias definido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la Unión Europea (UE), lo que exigirá proseguir el proceso de consolidación fiscal en los próximos años. Además de estos condicionantes, existen razones económicas que aconsejan que se avance en dicho proceso, y que se encuentran relacionadas con la necesidad de reducir las vulnerabilidades de la economía española, tal y como se ha señalado en el texto principal de este capítulo. En este recuadro se presenta una discusión sobre distintos escenarios de evolución de las finanzas públicas en el corto y el medio plazo.

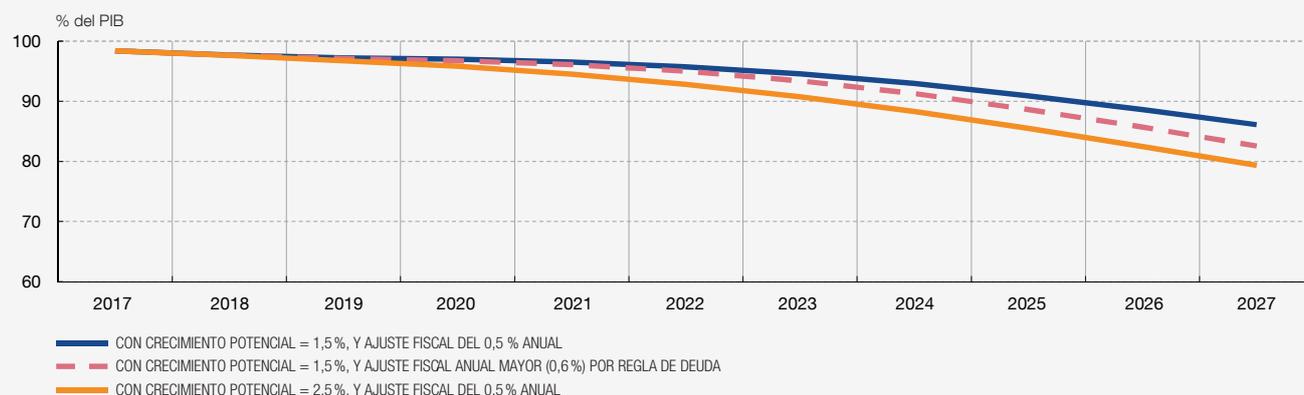
En la actualidad, las Administraciones Públicas españolas se encuentran sujetas a un Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), que se puso en marcha en abril de 2009¹, bajo el llamado «componente correctivo» del PEC. Con la excepción de Francia, que se espera que supere esta situación a lo largo del año, España es en la actualidad el único país de la Unión en el que se registra un «déficit excesivo», esto es, un déficit público superior al 3 % del PIB. El plazo fijado por el Consejo de la UE para la superación de esta situación es 2018². En este sentido, el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2018, presentado el 27 de marzo, prevé alcanzar un déficit público del 2,2 % del PIB este año.

La determinación por el Consejo de la superación por parte de un país miembro de una situación de PDE implica su paso, de manera automática, al «componente preventivo» del PEC. En esta nueva situación, el país sigue sujeto a un conjunto de reglas que restringen la actuación de su política fiscal, que en el caso de España se concretarían en los siguientes requerimientos. En primer lugar, el déficit público estructural, que según la CE se situó en 2017 en el 3,1 %, debería disminuir en 0,5 pp del PIB anuales en condiciones normales³, hasta alcanzar su Objetivo de Medio Plazo (OMP) de equilibrio estructural. En segundo lugar, la ratio de deuda pública sobre PIB deberá reducirse, anualmente, en la veinteaava parte de la diferencia entre el nivel de cada año y el objetivo del 60 %. Teniendo en cuenta que la ratio de deuda se situó en el 98,3 % del PIB en 2017, esta regla exigiría una reducción anual promedio de 1,5 pp del PIB durante la próxima década. Finalmente, el crecimiento anual del gasto de las AAPP deberá

- 1 Determinado en la [Decisión del Consejo de la Unión Europea del 27 de abril de 2009](#).
- 2 De acuerdo con la [Decisión del Consejo de la Unión Europea del 2 de agosto de 2016](#), las AAPP españolas deberían registrar en 2018 un déficit público del 2,2 % del PIB, y registrar una mejora acumulada del saldo público estructural de 0,6 pp del PIB entre 2016 y 2018.

- 3 Más en general, según la reglamentación europea, el grado de ajuste, medido en términos de la variación del saldo estructural exigido, se calibra de acuerdo con una matriz de casos que tiene en cuenta los niveles de la brecha de producción y de la deuda pública y la consideración por parte de la Comisión Europea sobre si existen o no riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública. De esta manera, por ejemplo, si la brecha de producción fuera superior a 1,5 pp, la deuda pública fuera superior al 60 %, y no se juzgara que existen riesgos para la sostenibilidad de esta última, el ajuste estructural requerido tendría que ser, o bien superior a la referencia de 0,5 pp, si el crecimiento observado del PIB fuera inferior al crecimiento potencial del PIB, o bien superior a los 0,75 pp, si el crecimiento del PIB fuera superior al potencial. Para más detalles, véase Comisión Europea (2016), *Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes*.

Gráfico 1
SENDAS SIMULADAS DE DEUDA PÚBLICA EN UN ESCENARIO DE CONVERGENCIA AL OBJETIVO DE SALDO ESTRUCTURAL DE MEDIO PLAZO (a)



FUENTE: Banco de España, usando el modelo descrito en P. Hernández de Cos, D. López Rodríguez y J. J. Pérez (2018), *Los retos del despalancamiento público*, Documentos Ocasionales, n.º 1803, Banco de España.

- a Escenario de esfuerzo fiscal anual (variación del saldo estructural) máximo de 0,5 pp por año, hasta la consecución del objetivo de medio plazo (saldo estructural = 0). En el escenario de crecimiento potencial = 1,5 % y cumplimiento de la regla de deuda, se calcula el ajuste fiscal anual constante para que aquella se cumpla en promedio, esto es, que la variación promedio anual de la ratio de deuda pública sobre el PIB se reduzca 1/20 de la distancia entre el valor de deuda de cada año y la referencia del 60 %.

Descargar

ser igual o inferior al crecimiento potencial de medio plazo de la economía⁴.

Para evaluar el impacto de estos requerimientos, a continuación se proporcionan escenarios hipotéticos en los que se ilustra el impacto de su cumplimiento sobre la evolución de la ratio de deuda pública sobre el PIB a medio plazo, condicionando una serie de supuestos macroeconómicos y financieros. Así, usando un modelo de simulación de la dinámica de la deuda pública⁵, se presentan en el gráfico escenarios hipotéticos de evolución de la deuda en la próxima década, que muestran que un proceso de desapalancamiento público como el exigido por el PEC para el caso de la economía española exigirá un esfuerzo de consolidación fiscal todavía significativo, y que deberá perdurar en el tiempo.

En concreto, dados el nivel de deuda pública sobre el PIB observado en 2017 y las estimaciones de déficit estructural de las Administraciones Públicas españolas realizadas por la Comisión Europea para dicho año, y sobre la base de unos supuestos de crecimiento económico nominal promedio para la próxima década del 3 % y de tipos de interés implícitos de la deuda pública del 2,5 %, el cumplimiento de dicho objetivo exigiría un superávit primario promedio del 0,8 % del PIB, frente al déficit del 0,6 % del PIB estimado para 2017, lo que lograría situar la deuda pública sobre el PIB ligeramente por encima del 85 % en 2027. Un crecimiento del PIB real promedio de 1 pp superior al de ese escenario permitiría alcanzar, manteniendo el resto de los supuestos, una ratio de deuda pública sobre el PIB cercana al 80 % en 2027, o, en su caso, permitiría lograr una ratio de deuda pública sobre el PIB como la del escenario anterior, pero con un esfuerzo fiscal significativamente más reducido. En concreto, en este último caso, el superávit primario promedio necesario para alcanzar dicho nivel de deuda sería del 0,2 % del PIB, 0,6 pp por año inferior al del escenario base.

Estas simulaciones ponen de relevancia la importancia de proseguir el proceso de consolidación fiscal y de acompañarlo de las

reformas estructurales necesarias para incrementar la capacidad de crecimiento de la economía. Cabe mencionar, además, que las simulaciones presentadas evidencian la dificultad de que se puedan llegar a cumplir las condiciones establecidas en la Disposición transitoria primera de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF) sobre el período transitorio de convergencia a los valores de referencia que marca dicha ley, que se encuentran en línea con los fijados en el PEC, esto es, el 60 % para el agregado de las AAPP. De acuerdo con esta disposición, la ratio de deuda pública sobre PIB para cada Administración se reducirá al ritmo necesario en promedio anual, para alcanzar en 2020 ese límite agregado⁶. La consecución del objetivo en 2020, desde los niveles actuales, ligeramente superiores al 98 % del PIB, requeriría una reducción de la ratio de deuda pública sobre el PIB de cerca de 40 pp en tres años, esfuerzo superior incluso al del anterior proceso de desapalancamiento público, que tuvo lugar entre 1997 y 2007, y que permitió reducir esa ratio en unos 30 pp en algo más de una década, en un contexto macroeconómico muy favorable. En este sentido, en línea con las recomendaciones de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), podría resultar procedente que se usaran los mecanismos legales oportunos para ampliar el período transitorio para el cumplimiento del límite establecido en la LOEPSF, adaptando los requisitos especificados en la disposición transitoria primera de dicha ley y definiendo una senda de referencia creíble y exigente para la reducción sostenida de la ratio de deuda, compatible, en todo caso, con los requerimientos del PEC⁷.

4 La Comisión y el Consejo realizan un seguimiento del cumplimiento de estos requisitos, de forma que, en caso de identificarse «desviaciones significativas», se pondría en marcha un proceso encaminado a su corrección, que, en caso de no respetarse, podría conducir a la imposición de sanciones.

5 Véase P. Hernández de Cos, D. López-Rodríguez y J. J. Pérez (2018), *Los retos del desapalancamiento público*, Documentos Ocasionales, n.º 1803, Banco de España.

6 Se establecen, además, algunos requisitos adicionales para la fase de transición, en condiciones normales: i) la variación de los empleos no financieros de cada Administración no podrá superar la tasa de crecimiento real del PIB de la economía española; ii) a partir del momento en que la economía nacional alcance una tasa de crecimiento real de, al menos, el 2 % anual, o genere empleo neto con un crecimiento de, al menos, el 2 % anual, la ratio de deuda pública se reducirá anualmente, como mínimo, en 2 pp del PIB; iii) el déficit estructural del conjunto de las AAPP se deberá reducir, al menos, un 0,8 % del PIB nacional en promedio anual; no obstante, en caso de PDE, la reducción del déficit se adecuará a lo exigido en este. Asimismo, la LOEPSF otorga una prioridad absoluta al pago de los gastos de intereses y del capital de la deuda pública sobre el resto de los compromisos presupuestarios, lo cual puede resultar especialmente importante para despejar las dudas que pueden surgir en torno a la situación de las finanzas públicas en momentos de inestabilidad financiera o de deterioro de la confianza.

7 Véase el informe de la AIReF del 20 de julio de 2016, *Sobre el cumplimiento esperado de los objetivos de estabilidad presupuestaria, deuda pública y regla de gasto 2016 de las AAPP*.