

INFORME ANUAL

2017

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



INFORME ANUAL 2017

Fecha de cierre de datos: 26 de abril de 2018.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2018
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

ÍNDICE GENERAL

PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR 13

1 LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: LOS LÍMITES DE LAS POLÍTICAS DE DEMANDA Y LOS RETOS PARA EL FUTURO	1 Introducción 21
	2 Hacia una mejoría del contexto exterior 22
	2.1 Una recuperación global más intensa y diversificada 22
	2.2 El crecimiento robusto del área del euro 26
	3 La prolongación de la fase expansiva de la economía española en 2017 31
	3.1 La fortaleza de la actividad se extendió a la mayoría de los componentes de demanda 34
	3.2 Los costes y precios siguieron mostrando reducidos ritmos de avance 45
	4 Un balance provisional de la recuperación: logros y límites 50
	4.1 Una fase de recuperación prolongada y equilibrada 50
	4.2 Hacia un escenario con un papel más limitado para la política monetaria 53
	4.3 El proceso de consolidación fiscal deberá proseguir en los próximos años 54
	4.4 Los límites de las políticas de demanda evidencian la necesidad de avanzar en la reducción de las vulnerabilidades y las reformas estructurales 56
	5 Los retos pendientes 57
	5.1 La persistencia de los desequilibrios exterior y de las finanzas públicas 57
	5.2 Algunos factores que limitan el crecimiento a largo plazo de la economía española 60
	5.3 La necesidad de proseguir las reformas en el área del euro 68

Recuadros

1.1	Impacto económico de las tensiones políticas en Cataluña 70
1.2	Evolución de los márgenes empresariales a lo largo de la crisis y en la fase de recuperación 73
1.3	El impacto macroeconómico de la política monetaria 76
1.4	Escenarios de política fiscal en el corto y medio plazo 79

2 LOS RETOS DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL

Resumen	85
1	Introducción 86
2	La reducción de los activos deteriorados originados por la crisis 87
3	La recuperación de la rentabilidad 93
3.1	Acotando el problema 93
3.2	Los principales factores determinantes de la baja rentabilidad 96
4	El nuevo marco regulatorio 104
5	El nuevo marco competitivo 107
5.1	Los avances tecnológicos 107
5.2	La desintermediación bancaria 111

Recuadros

2.1	Evolución del coste del capital del sector bancario en Europa y Estados Unidos 113
2.2	Análisis del efecto sobre la rentabilidad de las características individuales de los bancos europeos 115
2.3	Perspectivas sobre la evolución de la deuda de las empresas y los hogares 118

3 EL DINAMISMO	Resumen	123
DE LA INVERSIÓN	1 Introducción	123
EN LA RECUPERACIÓN:	2 El dinamismo de la inversión en la recuperación	124
DETERMINANTES	3 La recuperación de la inversión: financiación, incertidumbre y orientación exportadora	128
Y RETOS	3.1 La financiación de la inversión	131
	3.2 La reducción de la incertidumbre	133
	3.3 Una mayor orientación exportadora	133
	3.4 La contribución de los distintos determinantes de la inversión en un modelo estructural	136
	4 Soportes y límites a la inversión en el corto y medio plazo	137
	4.1 Soportes del dinamismo de la inversión	137
	4.2 Posibles límites y obstáculos a la inversión en el corto y medio plazo	139
	4.3 Tendencias globales con impacto sobre el nivel de inversión	144
	Recuadros	
	3.1 La inversión en intangibles	147
	3.2 Las barreras a la inversión a largo plazo percibidas por las empresas españolas y europeas	150
	3.3 La inversión en las economías desarrolladas y la inversión directa en el exterior	154
	3.4 Reformas estructurales e inversión	157
COMPOSICIÓN DE LOS	Organigrama general del Banco de España	163
ÓRGANOS DE GOBIERNO	Consejo de Gobierno	164
DEL BANCO DE ESPAÑA	Comisión Ejecutiva	165
ÍNDICE DE IMÁGENES		167
PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA		169
SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS		170

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	32
------------	---	----

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1	La economía mundial registró en 2017 una recuperación intensa y generalizada en un contexto de inflación contenida	23
Gráfico 1.2	La fase expansiva del área del euro ganó fortaleza en un contexto de inflación moderada	27
Gráfico 1.3	Mantenimiento del tono expansivo de la política monetaria en el área del euro	30
Gráfico 1.4	La expansión de la economía española prosiguió un año más a un ritmo elevado	33
Gráfico 1.5	Las condiciones de financiación de la economía española se mantienen muy favorables	35
Gráfico 1.6	La posición patrimonial de hogares y sociedades no financieras ha seguido fortaleciéndose	36
Gráfico 1.7	La renta real de los hogares se modera y la tasa de ahorro acelera su descenso	36
Gráfico 1.8	La demanda final y las condiciones financieras favorables siguieron impulsando la inversión de las sociedades no financieras	38
Gráfico 1.9	Las exportaciones mantuvieron un ritmo de expansión similar al del año precedente	41
Gráfico 1.10	Las importaciones repuntaron, en parte, como consecuencia del mayor impulso de la demanda final	42
Gráfico 1.11	El superávit exterior volvió a ser elevado	43
Gráfico 1.12	La construcción y la industria mostraron un comportamiento más expansivo que los servicios en 2017	44
Gráfico 1.13	La creación de empleo volvió a ser muy intensa	45
Gráfico 1.14	La remuneración por asalariado volvió a experimentar un crecimiento modesto	46
Gráfico 1.15	Ligera aceleración en el transcurso del año de los precios interiores y, en mayor medida, de los exteriores	48
Gráfico 1.16	Los precios de consumo experimentaron un repunte muy acusado al inicio del año y se desaceleraron después	49
Gráfico 1.17	El déficit público siguió corrigiéndose gracias al efecto favorable del ciclo económico	55
Gráfico 1.18	En 2017 continuó el lento proceso de desendeudamiento de la economía española con el exterior	58
Gráfico 1.19	La economía española proyecta a futuro un crecimiento potencial relativamente modesto	61
Gráfico 1.20	La persistencia del elevado volumen de desempleados con baja formación y la elevada segmentación del mercado de trabajo dificultan las mejoras de productividad	62
Gráfico 1.21	El alargamiento del período formativo de los jóvenes tras la crisis	64
Gráfico 1.22	La corrección de la competitividad-coste prosiguió en 2017	66
Gráfico 1.23	Los retos de las entidades de crédito españolas	67
Gráfico 2.1	Niveles elevados de morosidad impactan negativamente sobre el crecimiento del crédito y el coste de financiación de los bancos	88
Gráfico 2.2	El elevado nivel de activos deteriorados en España se encuentra en vías de corrección	90
Gráfico 2.3	El ritmo de ajuste de los activos dudosos en la recuperación actual en España está siendo moderado	92
Gráfico 2.4	La rentabilidad actual de las entidades de crédito españolas es históricamente baja	93

- Gráfico 2.5 Peor comportamiento relativo de los gastos de explotación y pérdidas por deterioro en España desde 2007 95
- Gráfico 2.6 La baja rentabilidad de las entidades de crédito españolas se concentra en el negocio en España 96
- Gráfico 2.7 Las pérdidas por deterioro y otros gastos extraordinarios continúan por encima de los niveles previos a la crisis 98
- Gráfico 2.8 La insostenibilidad del fuerte crecimiento del crédito durante la expansión dio paso a una fase de corrección 99
- Gráfico 2.9 La reducción del margen de intereses en España se debe más a la caída de actividad que al descenso de los tipos de interés 102
- Gráfico 2.10 Refuerzo importante de las medidas de solvencia y liquidez de las entidades de crédito españolas 105
- Gráfico 2.11 Gran diversidad de plataformas de financiación alternativas en la UE y en España 109
- Gráfico 2.12 Crecimiento sostenido del uso de Internet para transacciones financieras en la UE y en España 110
- Gráfico 2.13 Tendencia a la desintermediación del crédito a las empresas no financieras españolas en los últimos años 112
- Gráfico 3.1 La inversión en equipo e intangibles está mostrando un dinamismo significativo en la recuperación 125
- Gráfico 3.2 La inversión (excluyendo construcción) por ramas de actividad 126
- Gráfico 3.3 Mayor dinamismo de la inversión en equipo en España en la recuperación actual, frente a la de los noventa y a la de la UEM 129
- Gráfico 3.4 Desde una perspectiva global, la evolución de la inversión ha sido más moderada en la UEM que en Estados Unidos en las últimas décadas, aunque la brecha en intangibles se redujo 130
- Gráfico 3.5 Entre los determinantes del buen comportamiento de la inversión destacan la mejora de las condiciones de financiación externas y el uso de fondos propios 132
- Gráfico 3.6 La incertidumbre se ha reducido en los últimos años desde los máximos de 2012, lo que habría afectado positivamente a la inversión 134
- Gráfico 3.7 La mayor orientación exportadora de las empresas españolas ha impulsado la inversión 135
- Gráfico 3.8 Aportaciones al crecimiento de la inversión de acuerdo con un modelo estructural 137
- Gráfico 3.9 A futuro, entre los soportes de la inversión destacan las condiciones financieras relajadas, las perspectivas de crecimiento y la mejor posición financiera de las empresas 138
- Gráfico 3.10 Entre los factores que cabe esperar que actúen de soportes, también se encontrarían el elevado uso de la capacidad productiva y la depreciación del capital 140
- Gráfico 3.11 Persisten algunos límites y frenos a la evolución de la inversión en el corto y medio plazo, entre los que se encuentran algunos elementos del marco institucional e impositivo 141
- Gráfico 3.12 A escala global, han ganado peso en las últimas décadas los sectores relacionados con los servicios, con menor intensidad inversora 145

ÍNDICE DE ESQUEMAS

- Esquema 1.1 La recuperación de la economía española: los límites del papel de las políticas de demanda y los retos de futuro 51
- Esquema 2.1 Los retos del sector bancario español 86
- Esquema 3.1 El dinamismo de la inversión empresarial (excluyendo la construcción) 124

PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR

Luis M. Linde

En 2017 se prolongó, por cuarto año consecutivo, la recuperación de la economía española. El PIB creció un 3,1 %, tasa solo ligeramente inferior a las observadas en los dos años anteriores. Esta expansión del producto, que en términos acumulados asciende a un 13 % desde el inicio del ciclo alcista en 2014, está permitiendo un rápido crecimiento del empleo y una reducción significativa de la tasa de paro, que, no obstante, continúa presentando niveles muy elevados. Por otro lado, el avance del PIB superó en 2017, como viene ocurriendo a lo largo de toda la etapa de recuperación, las expectativas al comienzo del año, lo que en este caso se debió, principalmente, a la evolución de la economía y del comercio mundiales, más favorable de lo esperado, particularmente por lo que respecta al área del euro. Además, por tercer año consecutivo, el producto de la economía española se expandió a un ritmo significativamente más elevado que el del conjunto de países de la UEM, y esa diferencia resultó aún más marcada en términos de la creación de empleo.

La recuperación se está viendo beneficiada por la corrección de los desequilibrios de la economía española, especialmente patente en términos de la mejora de la competitividad exterior y la disminución del sobreendeudamiento de los agentes privados, avances que se están reflejando en una reducción de la posición deudora frente al resto del mundo. Estos rasgos positivos de la actual recuperación alimentan las expectativas de una expansión duradera. Al mismo tiempo, a pesar de los avances anteriores, los progresos son todavía limitados en otros ámbitos —de forma notable, en el terreno de la reducción del elevado nivel de deuda pública—, lo que hace que, en el medio plazo, la economía española continúe presentando un grado notable de vulnerabilidad ante posibles perturbaciones, especialmente en un contexto en el que cabe esperar que las políticas de demanda proporcionen un estímulo cada vez menor al crecimiento. Los desafíos son, si cabe, más importantes en un horizonte temporal más dilatado, en el que las políticas estructurales deben desempeñar un papel más activo para asegurar un aumento sostenido de la capacidad de crecimiento de nuestra economía y de los niveles de bienestar. El capítulo 1 de este Informe traza un balance entre, por un lado, los logros que la economía española ha cosechado hasta la fecha y, por otro lado, las tareas pendientes, a las que me referiré más adelante.

La economía mundial ha venido mostrando en los últimos años un crecimiento modesto, que dio señales de un mayor dinamismo en 2017, cuando el PIB global registró su ritmo de avance más elevado desde 2011. Además, el comercio internacional pareció salir del ejercicio pasado de la fase de atonía de los años precedentes, lo que, en parte, vino asociado al impulso de la inversión, componente del gasto muy intensivo en flujos comerciales. Esta evolución favorable se ha apoyado en el tono expansivo de las políticas económicas y, en especial, de la política monetaria. La consolidación gradual de la recuperación de la actividad y las señales incipientes de que la inflación podría estar iniciando una senda alcista están comenzando a motivar, en algunas áreas geográficas, una retirada paulatina de los estímulos monetarios, proceso que no está exento de riesgos, como muestra el episodio de repunte de volatilidad que los mercados financieros experimentaron al inicio de 2018.

En el área del euro, la intensificación de la recuperación fue generalizada entre las distintas economías que la integran. De acuerdo con las estimaciones disponibles, el avance de la actividad ya habría permitido absorber, a finales de 2017, la brecha negativa de producción

a que dio lugar la crisis. La inflación permanece, no obstante, en niveles muy bajos, lo que hace que, a diferencia de Estados Unidos, donde la Reserva Federal ya ha iniciado el proceso de normalización de la política monetaria, en el área del euro haya sido preciso prolongar su tono expansivo.

Los estímulos monetarios han permitido que se mantuvieran condiciones financieras muy holgadas en España, con tipos de interés de la financiación bancaria en niveles próximos a sus mínimos históricos, y con repuntes de los flujos de nuevo crédito, compatibles con la continuación del proceso de desapalancamiento de los agentes privados. Entre los principales componentes del PIB, el consumo se desaceleró en 2017, aunque lo hizo en menor medida que la renta disponible de los hogares, de modo que la tasa de ahorro incrementó su ritmo de descenso, en la tónica de años anteriores. Por su parte, la inversión, cuya evolución a lo largo de la recuperación es objeto de un análisis detallado en el capítulo 3 de este Informe, siguió expandiéndose, en un contexto en el que la evolución de la demanda final dio lugar a nuevos aumentos en la utilización de la capacidad productiva. Finalmente, las exportaciones reflejaron el mayor dinamismo de los mercados exteriores, a pesar del freno en las ganancias de competitividad frente al resto del área y de la apreciación del tipo de cambio efectivo frente al resto del mundo.

El balance provisional de la recuperación encierra elementos positivos, cuyas raíces pueden situarse en las políticas económicas puestas en marcha desde la recesión. Aunque las medidas adoptadas han sido numerosas y abarcan ámbitos muy diversos, cabe destacar algunas de ellas por su relevancia a la hora de explicar la actual recuperación.

En el ámbito nacional, son destacables el papel desempeñado por las reformas del mercado de trabajo (que han contribuido a restablecer la competitividad perdida durante la fase expansiva anterior) y la recapitalización y saneamiento de las entidades de crédito; en el plano europeo la puesta en marcha de la Unión Bancaria, junto con la propia política monetaria del Banco Central Europeo, ha facilitado la corrección de la fragmentación de los mercados financieros del área del euro.

Todas estas actuaciones han motivado que la actual recuperación presente algunas características que pueden considerarse muy favorables. El dinamismo de la actividad está viniendo acompañado por una notable fortaleza de la creación de empleo, rasgo habitual de las fases expansivas de la economía española, que, en el ciclo actual, se está viendo reforzado por la moderación salarial y por un mayor grado de flexibilidad en el uso del factor trabajo. Por su parte, la absorción gradual de los recursos ociosos de la economía no ha impedido el mantenimiento de un saldo exterior positivo.

Los avances son indudables, pero el esfuerzo que la sociedad española debe realizar para consolidar y mejorar lo alcanzado es también significativo. Por un lado, la economía sigue manteniendo cierto grado de vulnerabilidad ante posibles perturbaciones externas. Por otro, la expansión se ha visto sustentada por algunos elementos cuyos efectos tenderán a agotarse gradualmente, lo que incluye las políticas monetaria y fiscal. A medida que el impulso de estas palancas se vaya desvaneciendo, deberán cobrar mayor relevancia las medidas orientadas a impulsar un mayor grado de utilización de los factores productivos, fomentar un funcionamiento más eficiente de los mercados de factores y productos, y elevar la capacidad de crecimiento a largo plazo de nuestra economía.

Entre las fuentes de fragilidad de nuestra economía, continúan siendo importantes: la posición deudora neta frente al exterior, que sigue siendo elevada; la ratio de deuda pública

se encuentra próxima a su mayor cota histórica; y, como se detalla en el capítulo 2 de este Informe, el sistema financiero ha de afrontar todavía retos importantes. Además, en todos estos ámbitos, los progresos observados, de desigual intensidad, están descansando, en parte, sobre la propia mejora del ciclo económico, lo que alerta de la posible fragilidad de algunos de los logros alcanzados ante un eventual deterioro cíclico.

Entre los desafíos pendientes ocupa un lugar preeminente la corrección del desequilibrio de las cuentas públicas, tarea urgente, dadas las consecuencias negativas que comporta el mantenimiento de un nivel de endeudamiento de las Administraciones Públicas tan elevado como el actual. En particular, un nivel alto de deuda pública tiende a endurecer las condiciones de financiación de los agentes privados (afectando negativamente a la inversión productiva) y a restar margen a la política presupuestaria para contrarrestar perturbaciones adversas. Adicionalmente, la dedicación de un volumen elevado de recursos a satisfacer la carga de intereses motiva que estos no estén disponibles para otros gastos productivos.

La corrección estructural del desequilibrio de las cuentas públicas debería ser, además, compatible con una mayor contribución de las finanzas públicas al crecimiento de la economía. Por el lado del gasto, existe margen para aumentar la eficiencia del gasto público y reorientar su composición hacia aquellas partidas con mayor incidencia sobre la productividad. Por el de los ingresos, se debería considerar una revisión y definición de la cesta de impuestos hacia estructuras más favorables al crecimiento de medio plazo. En el caso de las Administraciones Territoriales, que son responsables de más del 40 % del gasto público, el sistema de financiación debe reformarse con el objetivo de adecuar los ingresos a las necesidades de gasto, de garantizar su reparto de manera transparente y de incrementar el grado de corresponsabilidad fiscal. Asimismo, en cuanto al sistema de pensiones, que parte de una situación inicial deficitaria y se verá presionado por el efecto del envejecimiento de la población, se hace deseable una estrategia de reforma que aumente la transparencia del sistema, refuerce la relación entre las contribuciones y las prestaciones, y, en especial, mantenga un mecanismo de ajuste automático que garantice su sostenibilidad.

Por su parte, a pesar de los avances observados en los últimos años, el proceso de transformación del sistema crediticio español debe prolongarse en los próximos años al objeto de asegurar que desempeñe de manera eficiente su tarea de intermediar los flujos financieros. En particular, es preciso que las entidades sigan tratando de reducir el volumen de activos dudosos y adjudicados en sus balances. Además, las instituciones de crédito deben adoptar una actitud más abierta a la hora de abordar los efectos de los cambios regulatorios y tecnológicos. Por otra parte, el sector deberá avanzar en el proceso de reajuste de sus dimensiones y de sus líneas de negocio.

Desde una perspectiva de más largo plazo, resulta ineludible, al objeto de elevar los niveles de bienestar, aumentar la tasa de crecimiento potencial, que, según las estimaciones disponibles, es algo inferior al 1,5 %. Las causas que limitan el crecimiento de largo plazo son diversas, afectando negativamente al grado de utilización del factor trabajo, al nivel de productividad, o a ambos simultáneamente. Las trabas al crecimiento más estrechamente relacionadas con el bajo nivel de utilización del factor trabajo incluyen el elevado desempleo estructural y el envejecimiento de la población, que, entre otros efectos, limita la tasa de actividad. Otros obstáculos al crecimiento de largo plazo, como el alto grado de dualidad del mercado de trabajo, la existencia de regulaciones que limitan la competencia e impiden la reasignación eficiente de recursos, o las carencias en el capital humano y tecnológico, suponen un lastre para el crecimiento de la productividad.

Un reto especialmente acuciante es el de la necesaria disminución del desempleo, particularmente elevado y persistente entre determinados colectivos, tales como los individuos más jóvenes y los más mayores, y los de menor nivel de cualificación. En este ámbito, las políticas públicas deben orientarse a evitar que estos trabajadores permanezcan largo tiempo en la situación de desempleo, con la consiguiente pérdida de capacidades. De hecho, reducir el desempleo (en particular, el de larga duración) es una de las principales palancas para favorecer un crecimiento socialmente sostenible, que promueva una distribución de los beneficios de la recuperación económica entre el mayor número posible de segmentos de la población. En este sentido, un estudio reciente, de próxima aparición, llevado a cabo en el Banco de España¹, pone de relieve que el fuerte deterioro en el mercado de trabajo durante las primeras fases de la crisis fue el principal catalizador del aumento en la desigualdad en la renta per cápita en aquellos momentos. De manera simétrica, el dinamismo en la creación de empleo durante la actual fase expansiva, y la consiguiente caída del paro, estarían permitiendo corregir durante estos últimos años el empeoramiento previo en los índices de desigualdad.

Un aspecto que condiciona en buena medida la dinámica del empleo y la distribución de la renta, la riqueza y la capacidad de consumo de los hogares son las tendencias demográficas. Las más recientes, en especial, comportan diversos efectos adversos sobre el uso del factor trabajo y, por tanto, sobre el producto potencial de la economía. Estos se manifiestan, por un lado, en una merma de la población total en edad de trabajar, lo que empuja a la puesta en marcha de políticas que favorezcan la conciliación entre la vida laboral y la familiar y, por tanto, que fomenten la natalidad, y de una política migratoria acompañada a las necesidades del mercado laboral. Por otro lado, el envejecimiento poblacional afecta negativamente a las tasas de actividad y de ocupación. Para paliar estos efectos son necesarias medidas que favorezcan la participación en el mercado laboral de los grupos poblacionales de mayor edad.

En el ámbito de las mejoras de productividad, es preciso combatir el elevado grado de segmentación del mercado de trabajo. En la presente recuperación se está manifestando de nuevo un rasgo característico de las fases expansivas de la economía española, consistente en un aumento de la tasa de temporalidad, acompañada de una disminución de la duración de los contratos y de un incremento de la parcialidad no deseada. Estos desarrollos acarrearán consecuencias adversas sobre el crecimiento de largo plazo, en la medida en que desincentivan la inversión en capital humano.

En la presente fase expansiva se está observando un cierto repunte del ritmo de aumento de la productividad total de los factores. No obstante, su crecimiento sigue siendo reducido, poniendo de relieve la necesidad de aumentar la inversión en capital, tanto humano como tecnológico. En el primero de esos dos ámbitos, han venido percibiéndose algunos avances desde que se desencadenara la crisis, como la ampliación de la etapa formativa de los individuos jóvenes, que favorece la acumulación de capital humano. Resulta evidente, no obstante, que el alargamiento del período formativo no es, por sí solo, suficiente, sino que se requiere un aumento de la calidad de la educación. En particular, los conocimientos adquiridos han de orientarse en mayor medida a afrontar los retos derivados del progreso tecnológico y de la globalización.

Por lo que respecta al capital tecnológico, desde el inicio de la crisis se ha observado un aumento de la distancia que separa a España del resto de economías europeas en términos del gasto en I + D, especialmente en el sector privado. El cierre de esa brecha y el

¹ Documento Ocasional *La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España*, de próxima publicación.

fomento de la actividad innovadora de las empresas exigen acciones en ámbitos muy diversos, desde el aumento de la asignación de recursos públicos a las labores de investigación y desarrollo, hasta el fomento de la disponibilidad de financiación para la actividad innovadora o la mejora de la dotación de capital humano. Además, las actuaciones que mejoren los niveles de competencia suponen un poderoso estímulo al esfuerzo innovador. En este sentido, el hecho de que las mejoras de competitividad de los últimos años frente al conjunto del área del euro hayan recaído sobre todo en la corrección de los costes laborales unitarios, mientras que los excedentes unitarios han permanecido prácticamente estables, sugiere la necesidad de introducir mejoras en la competencia en diferentes mercados de bienes y servicios.

Las tasas reducidas de crecimiento de la productividad total de los factores pueden venir también asociadas a la presencia de barreras regulatorias que, en particular, podrían estar dificultando la creación de nuevas empresas, o dificultando su crecimiento. Los retrasos en la puesta en vigor y aplicación de la Ley de Unidad de Mercado o las restricciones al crecimiento de las sociedades a partir de ciertos umbrales, debidos a algunas disposiciones presentes en la legislación, son ejemplos de regulaciones que pueden estar generando ineficiencias, y que, por tanto, requieren revisión.

Por último, no quiero dejar de señalar que los avances han sido limitados en la construcción de la arquitectura institucional del área del euro, ámbito en el que siguen siendo prioritarias la culminación de la unión bancaria (con la creación de un respaldo financiero común para el Fondo Único de Resolución y de un sistema de garantía de depósitos europeo) y la profundización en la unión del mercado de capitales. Además, es preciso reformar la gobernanza de las finanzas públicas, con el doble objetivo de, por un lado, favorecer una posición más saneada de las cuentas públicas y, por otro, establecer los elementos básicos para el desarrollo de una capacidad de estabilización fiscal en el ámbito del conjunto de la UEM.



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.

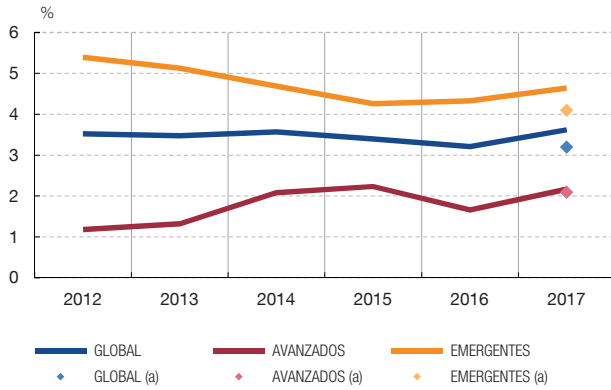
¹ Sobre este tema, véase el capítulo 3 de este Informe.

LA ECONOMÍA MUNDIAL REGISTRÓ EN 2017 UNA RECUPERACIÓN INTENSA Y GENERALIZADA EN UN CONTEXTO DE INFLACIÓN CONTENIDA

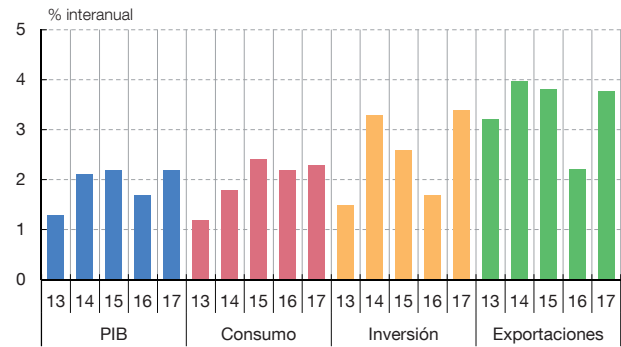
GRÁFICO 1.1

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.

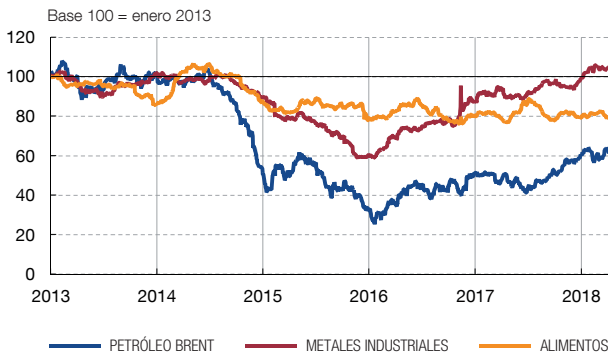
1 CRECIMIENTO DEL PIB



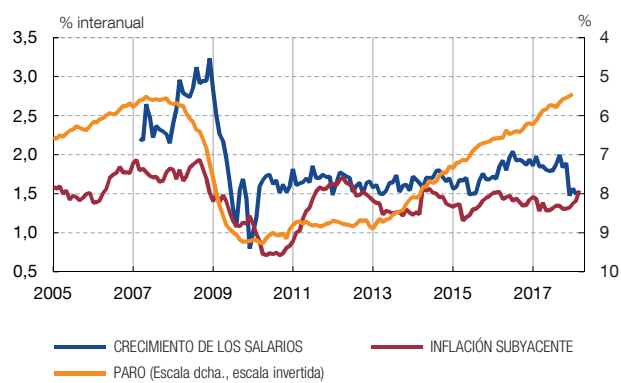
2 PIB Y COMPONENTES POR EL LADO DE LA DEMANDA EN ECONOMÍAS AVANZADAS



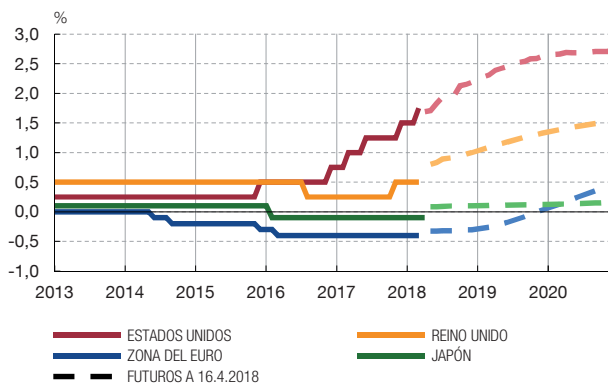
3 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



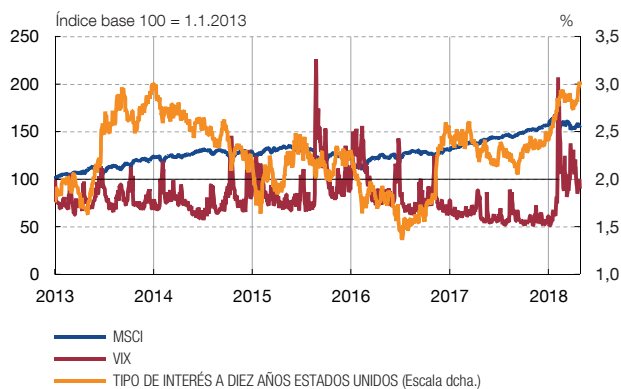
4 TASA DE PARO, CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS E INFLACIÓN SUBYACENTE EN AVANZADAS (b)



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

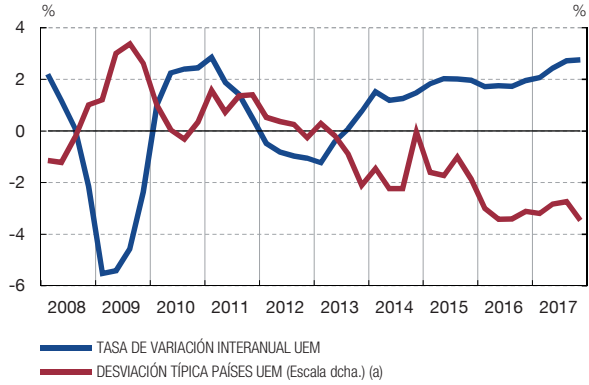
El área del euro experimentó en 2017 una expansión económica robusta, generalizada por países y, como en el caso de otras regiones, superior a la prevista al final del año anterior. Tras varios años de crecimiento moderado, en 2017, el PIB ajustado de efecto calendario avanzó un 2,5 %, uno de los ritmos 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.

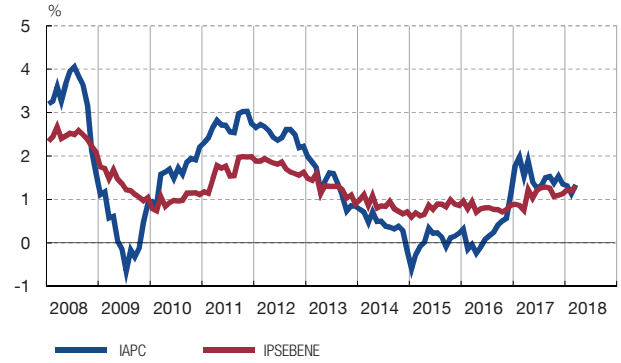
Durante 2017, prevalecieron unas condiciones financieras holgadas, como reflejo, fundamentalmente, del mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia. Las rentabilidades de los mercados monetarios y de deuda permanecieron en niveles reducidos, con disminuciones de los diferenciales soberanos 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.

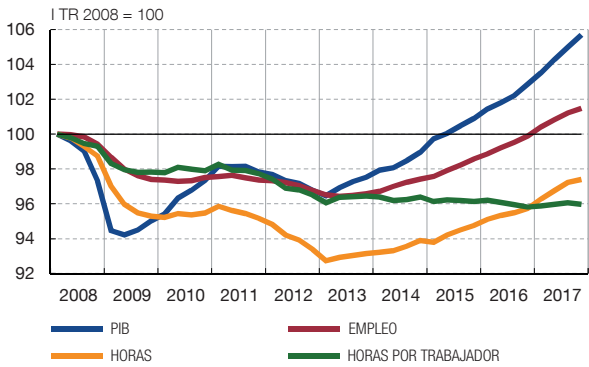
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO



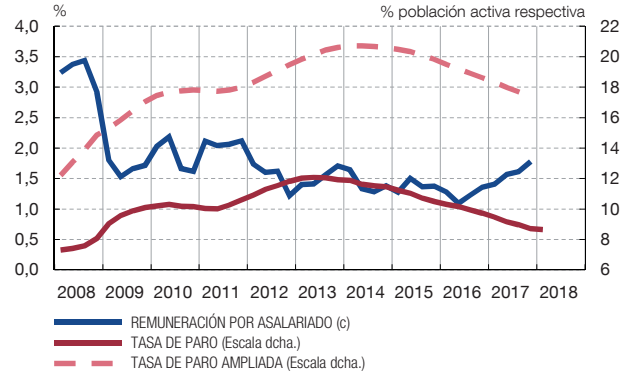
2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales



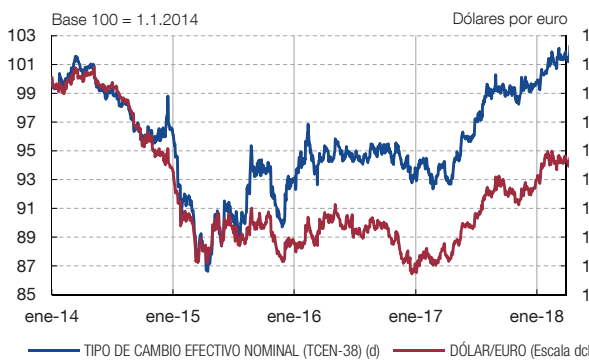
3 PIB, EMPLEO, HORAS Y HORAS POR TRABAJADOR



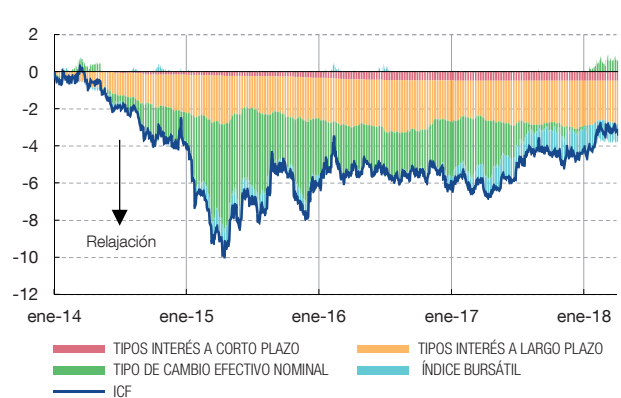
4 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y TASA DE PARO (b)



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.

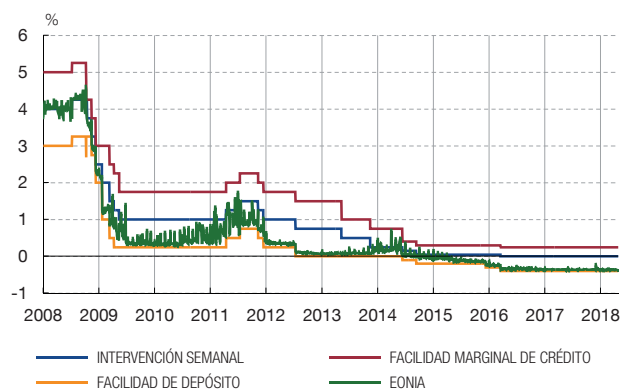
7 Los valores privados son bonos de titulación de activos, bonos garantizados (del tipo de las cédulas hipotecarias en España) y bonos corporativos, adquiridos, respectivamente, a través de los programas denominados ABSPP, CBPP-3 y CSPP, por sus siglas en inglés.

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.

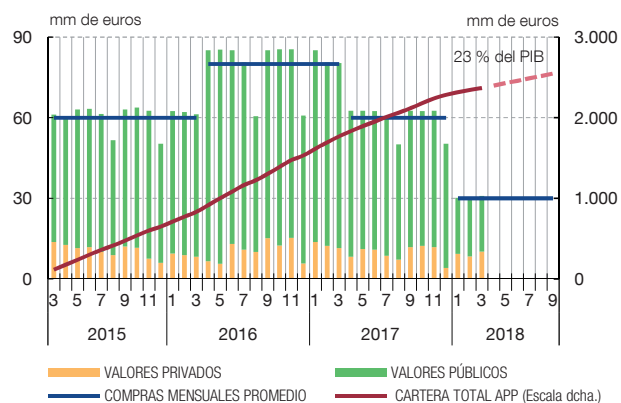
1 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA LA UEM
A partir de los swaps de inflación



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.

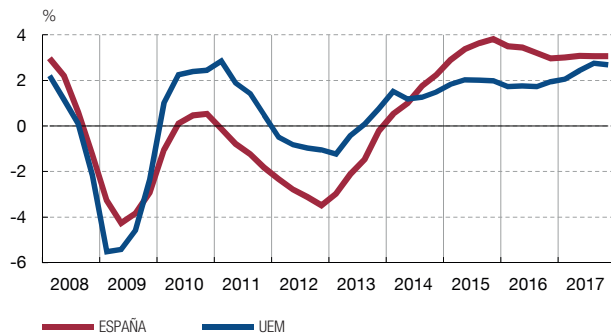
f Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los pasivos financieros.

g Base I TR 1999 = 100.

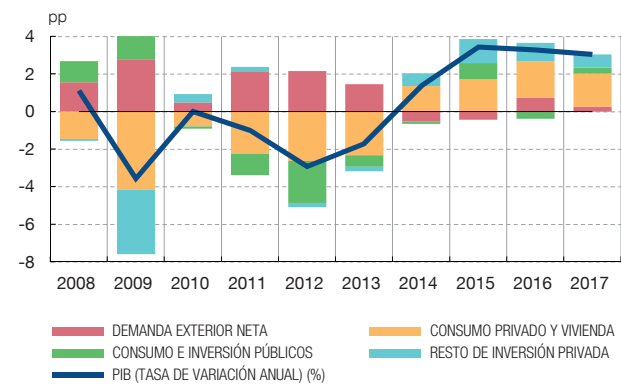
h Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

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.

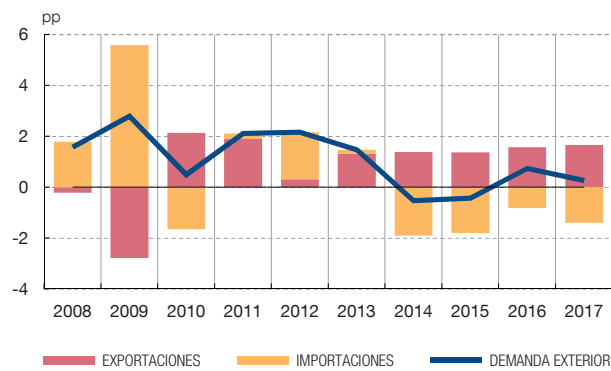
1 EVOLUCIÓN DEL PIB: ESPAÑA Y UEM
Tasas de variación interanual en términos reales



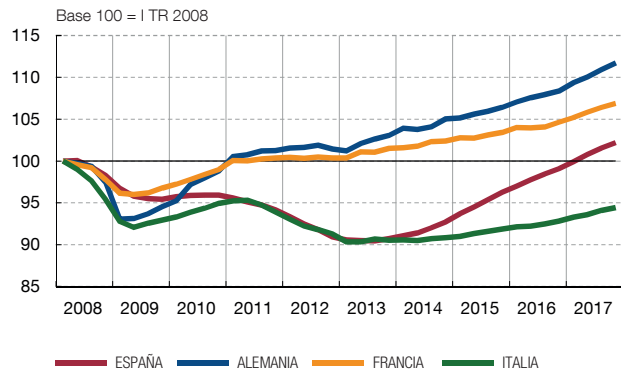
2 PIB, COMPONENTES DE LA DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR
Tasas de variación anual y aportaciones al crecimiento



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.

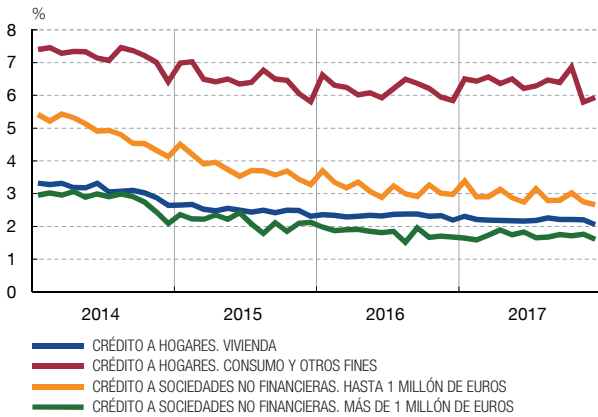
La situación patrimonial de las familias continuó reforzándose a lo largo de 2017, lo que contribuyó también a impulsar el gasto del sector. La deuda de los hogares descendió hasta situarse por debajo del 100 % de su renta bruta disponible (RBD) y el 61 % del PIB, ratios todavía algo superiores, aunque 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.

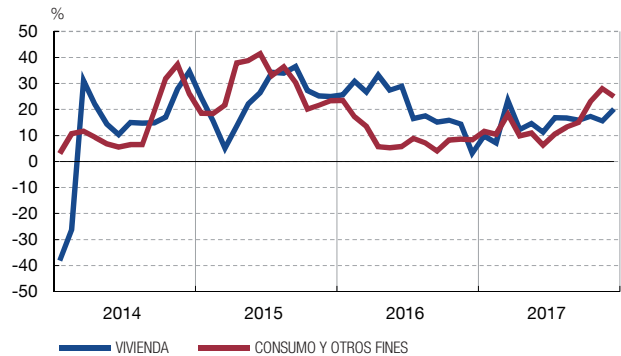
13 Esta reducción de los tipos de interés ha afectado tanto a las operaciones de activo como a las de pasivo, con un impacto muy heterogéneo sobre las rentas de los distintos hogares, en función del signo y magnitud de sus activos netos, como ilustra el hecho de que las cifras relativas al efecto acumulado 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.

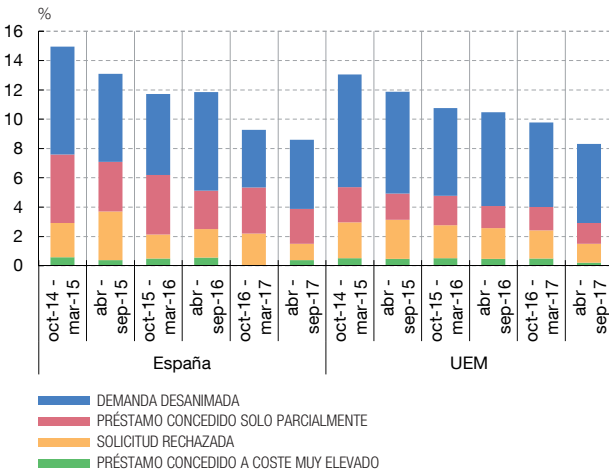
1 TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO BANCARIO. ESPAÑA



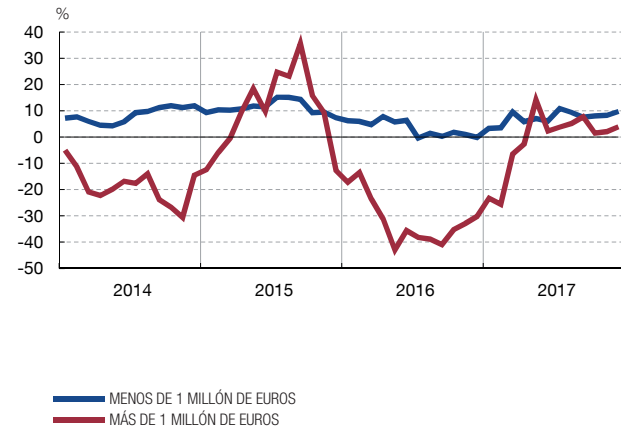
2 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A LOS HOGARES. CRECIMIENTO INTERANUAL (b)



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.



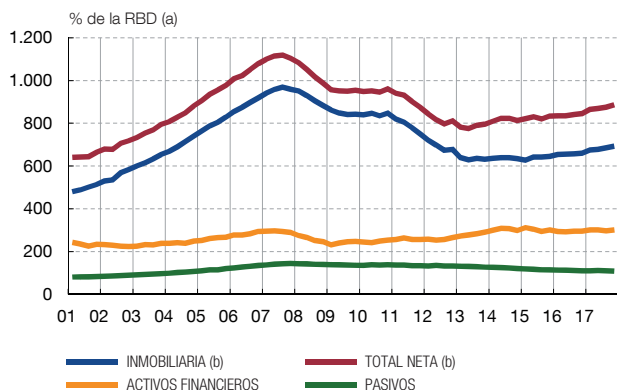
Entre 2014 y 2017, los salarios reales han crecido un 0,4 % en términos acumulados. Esta evolución encubre subperíodos muy distintos, con un aumento de los salarios reales de 2,4 pp entre 2014 y 2015, una estabilización en 2016 y una pérdida de poder adquisitivo de 2 pp en 2017, vinculada al repunte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

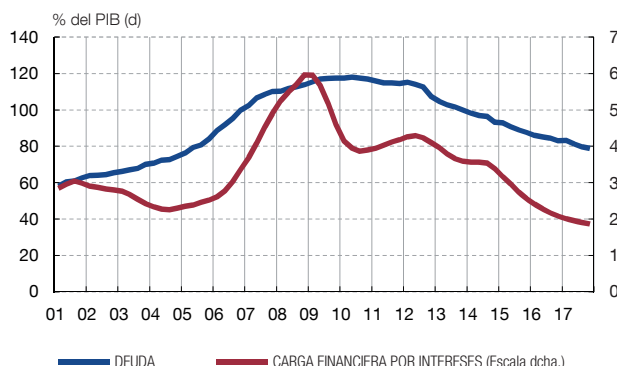
LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS HA SEGUIDO FORTALECIÉNDOSE GRÁFICO 1.6

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.

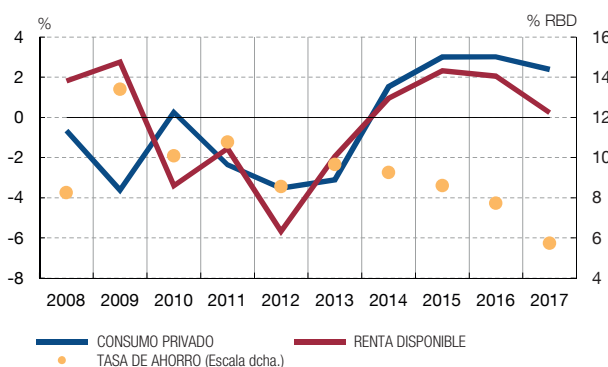
- a Datos acumulados de cuatro trimestres.
- b Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de estas y del precio del metro cuadrado.
- c Recursos ajenos con coste.
- d Serie ajustada por estacionalidad y calendario.

Descargar

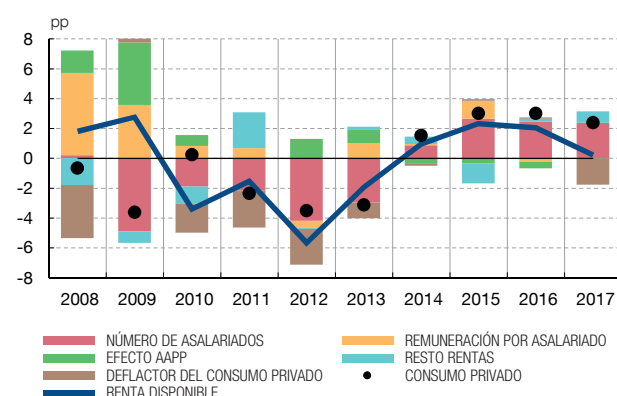
LA RENTA REAL DE LOS HOGARES SE MODERA Y LA TASA DE AHORRO ACELERA SU DESCENSO GRÁFICO 1.7

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.

Descargar

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.

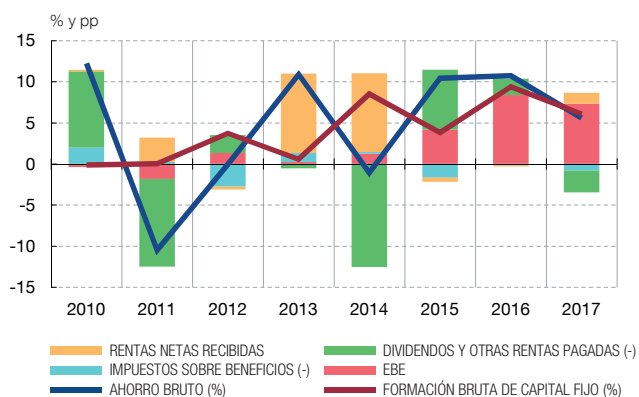
15 Véase el artículo analítico «La recuperación del consumo privado en España por tipo de producto y hogar», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España. J. González Mínguez y A. Urtañun (2015), en «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de 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.

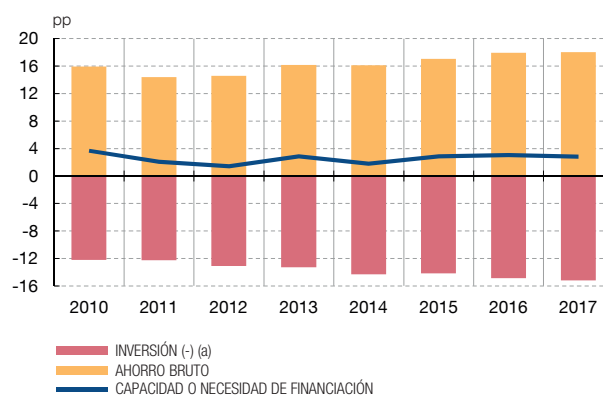
17 G. de Bondt, A. Gieseck y Z. Zekaite, *Forecasting euro area private consumption using thick modelling*, Banco Central Europeo, mimeo.

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).

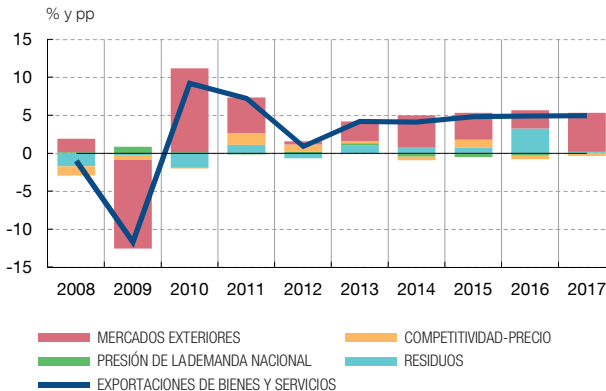
24 Véase C. Arkolakis, T. Papageorgiou y O. Timoshenko (2018), «Firm Learning and Growth», *Review of Economic Dynamics*, de próxima publicación.

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.

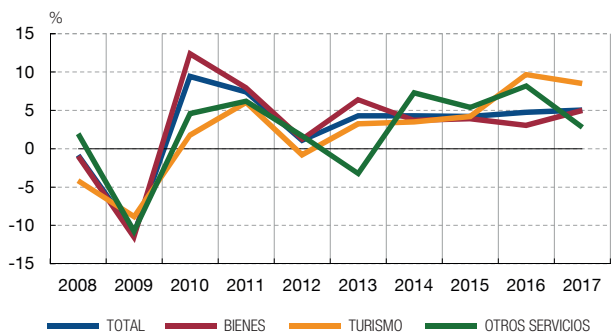
1 CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LOS MERCADOS EXTERIORES
Tasas de variación en términos reales



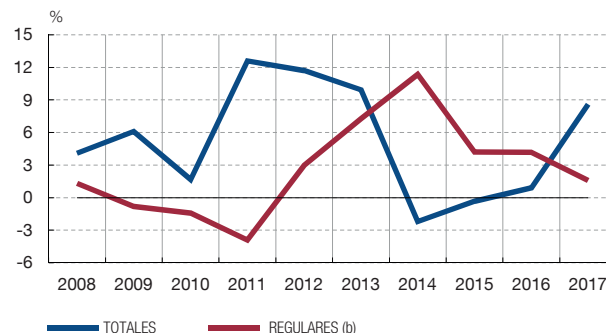
2 EXPORTACIONES TOTALES: CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIONES (a)



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

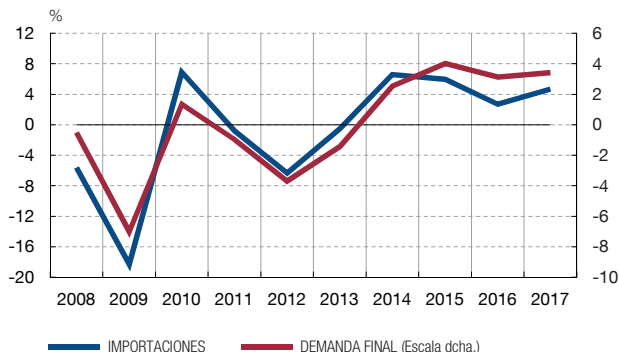
25 Para una clasificación de la oferta turística, véase «The Travel & Tourism Competitiveness Report 2017», *World Economic Forum* (2017). Para un mayor detalle acerca de la evolución reciente de los determinantes de las exportaciones de turismo, véase el recuadro 7, “El dinamismo del turismo no residente 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.

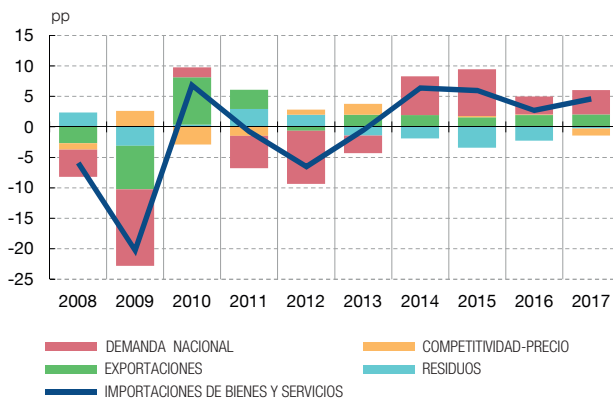
27 En 2017 se registraron aumentos significativos de las llegadas de turistas al norte de África y Oriente Medio, con repuntes de las tasas interanuales de unos 8 pp. Para una evaluación del impacto de las variaciones en los flujos de turistas hacia España como consecuencia de la evolución de estos destinos 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.

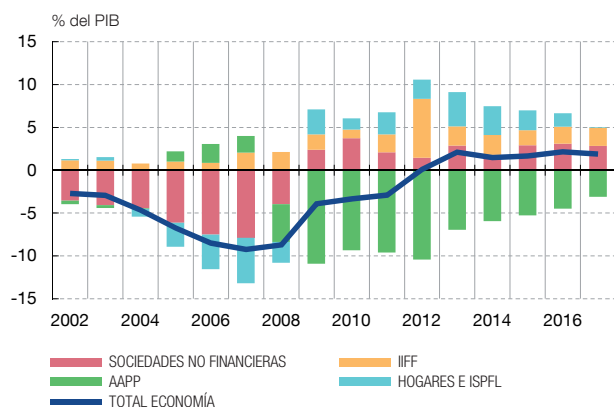
28 Véase el recuadro 7, “Las exportaciones netas de servicios no turísticos en España desde 2008”, del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

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

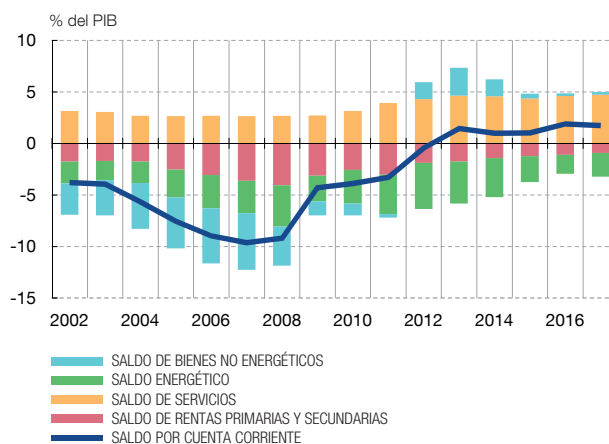
30 Véase el capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España.

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.



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.

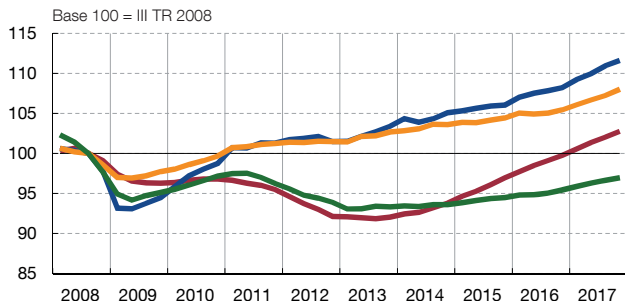
Desde una perspectiva sectorial, la fortaleza de la actividad fue generalizada por ramas. Entre las principales ramas, el valor añadido mostró su mayor crecimiento en la construcción, un 4,9%, que es la tasa más elevada desde 2001. Desde una perspectiva de más medio plazo, el valor añadido de los servicios 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

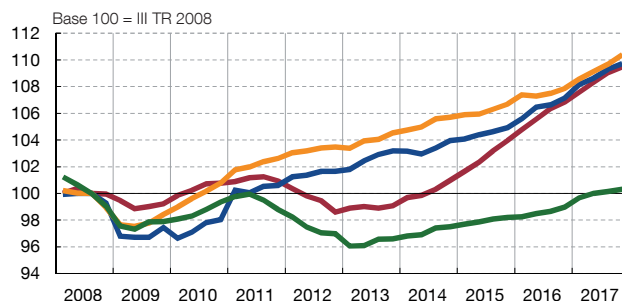
³¹ El capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España, contiene una estimación del componente estructural del saldo exterior.

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.

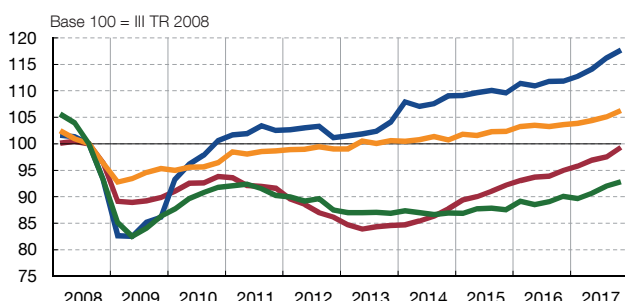
1 VALOR AÑADIDO. TOTAL ECONOMÍA



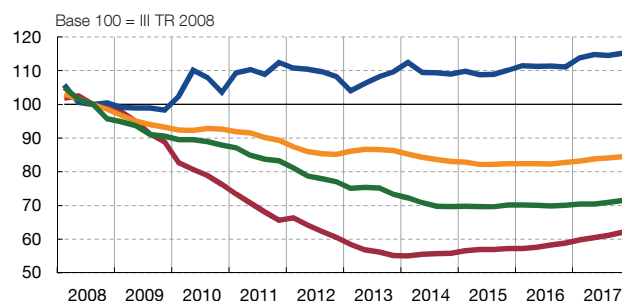
2 VALOR AÑADIDO. SERVICIOS



3 VALOR AÑADIDO. INDUSTRIA



4 VALOR AÑADIDO. CONSTRUCCIÓN



— ESPAÑA — ALEMANIA — FRANCIA — ITALIA

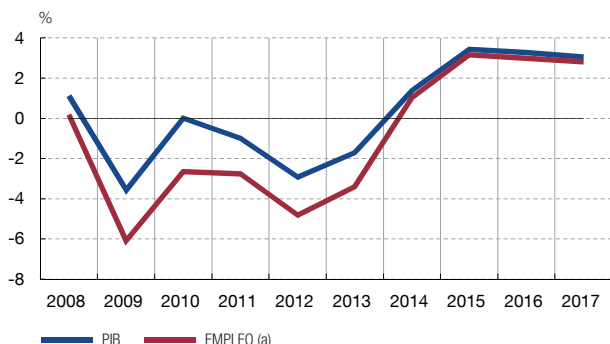
FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Descargar

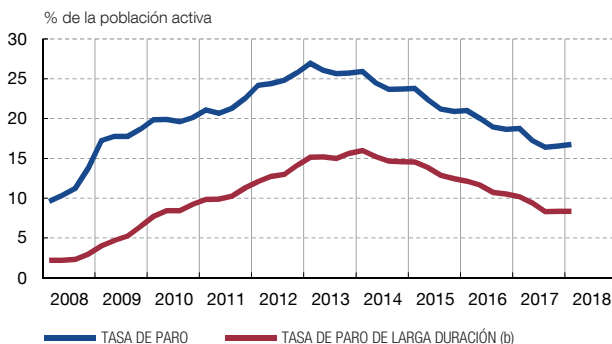
a finales de 2013, se han generado algo más de 1,9 millones de empleos. No obstante, el nivel actual es todavía un 10,4 % inferior al vigente a principios de 2008, cuando se registró el máximo histórico de ocupación. Este intenso proceso de creación de puestos de trabajo ha contribuido a reducir de modo 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.

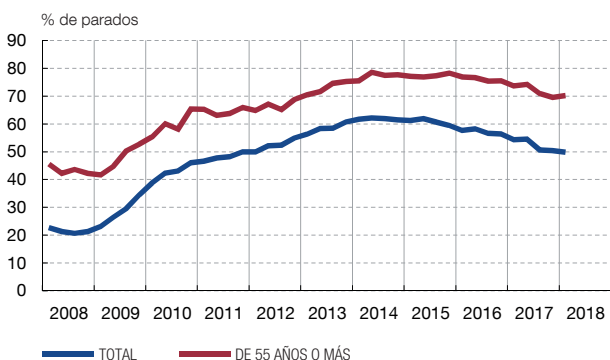
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y EMPLEO
Tasas de variación anual



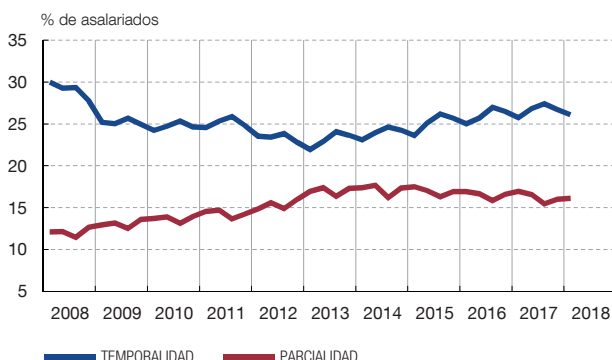
2 TASA DE PARO Y TASA DE PARO DE LARGA DURACIÓN



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.



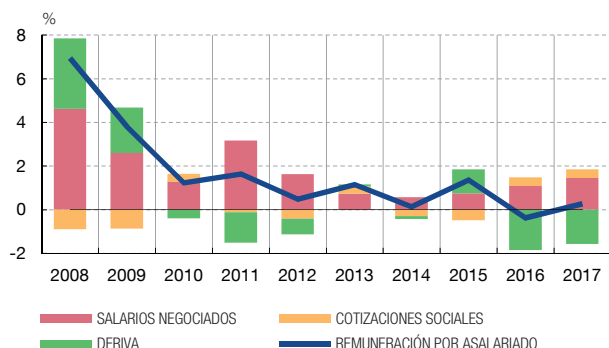
La generación de empleo fue más intensa en algunas de las ramas que mayor destrucción habían sufrido al comienzo de la crisis. Así, según la EPA, la ocupación creció más del 5% en la construcción y en torno al 3% tanto en la industria como en los servicios de mercado, mientras que en los servicios de 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

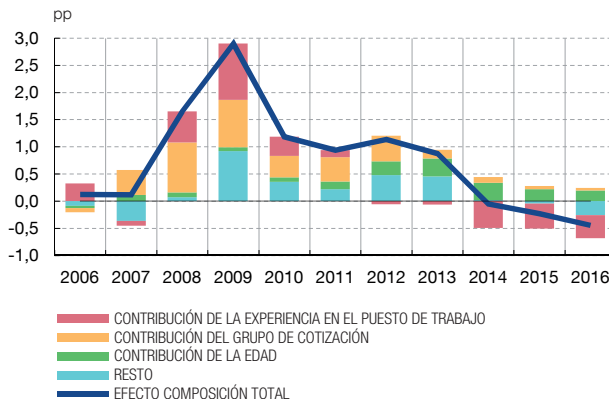
La fuerte creación de empleo ha ido de la mano de un aumento muy modesto de las retribuciones salariales a lo largo de toda la etapa de la recuperación. En el promedio del período 2014-2017, el crecimiento anual de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía ascendió al 0,4% (véase gráfico 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.

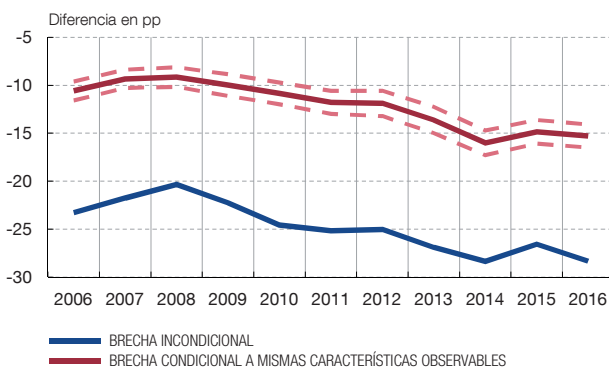
1 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO EN LA ECONOMÍA DE MERCADO
Crecimiento y contribuciones de los salarios negociados, deriva y cotizaciones sociales



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.

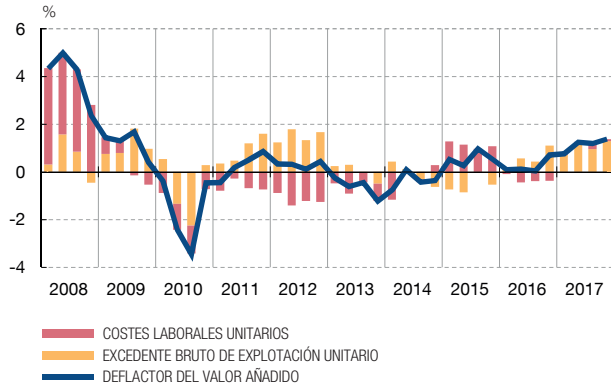
33 Véase la nota económica «La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2017, según la Encuesta de Población Activa», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España. En concreto, la brecha salarial, una vez se controla por las diferencias existentes en las características observables, 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.

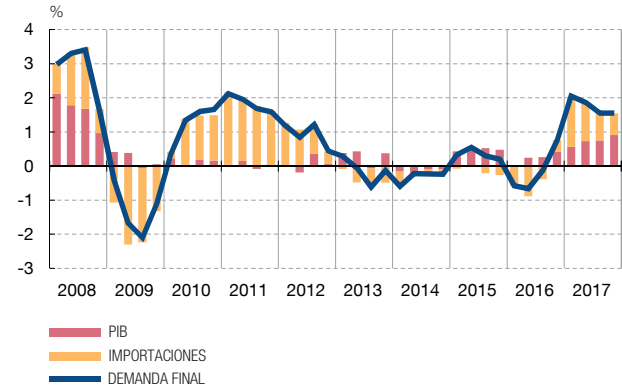
35 Estos aumentos están condicionados a que, en cada uno de los dos años del bienio 2019-2020, el crecimiento del PIB real sea superior al 2,5%, y se observen incrementos de la afiliación media a la Seguridad Social superiores a las 450.000 personas. De concretarse estos incrementos, se produciría una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

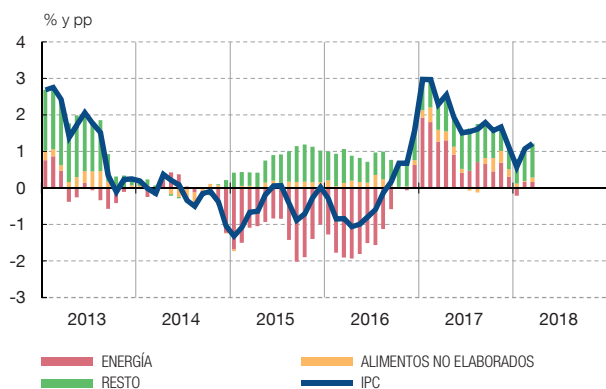
En concreto, el deflactor del valor añadido en la economía de mercado, que constituye una medida de las presiones inflacionistas interiores, siguió acelerándose moderadamente a lo largo de 2017, prolongando la tendencia observada en la parte final de 2016 (véase gráfico 1.15.1). En términos de las medias 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.

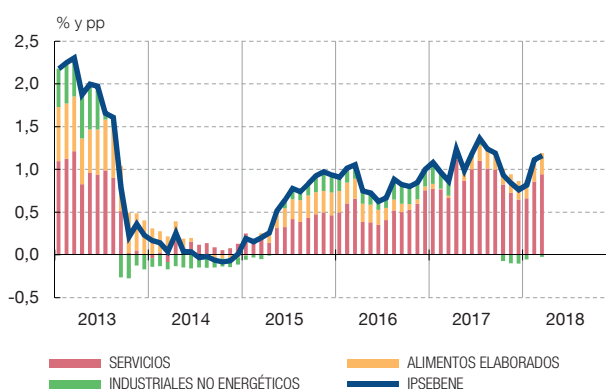
El deflactor de las importaciones se aceleró en algo menos de 6 pp, hasta crecer un 4,4 % (véase gráfico 1.15.2). Esta evolución reflejó, en buena medida, el significativo encarecimiento del petróleo y otras materias primas en los mercados internacionales, lo que se vio contrarrestado solo de forma muy 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.

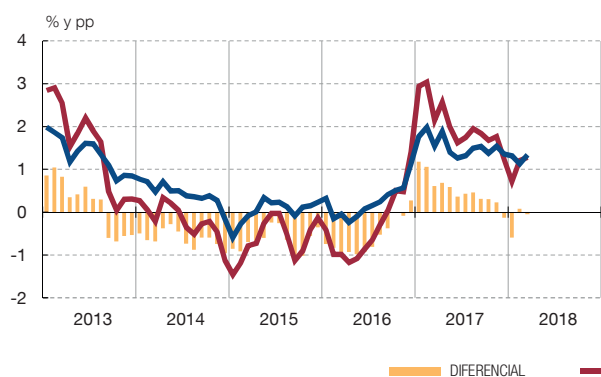
1 IPC. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



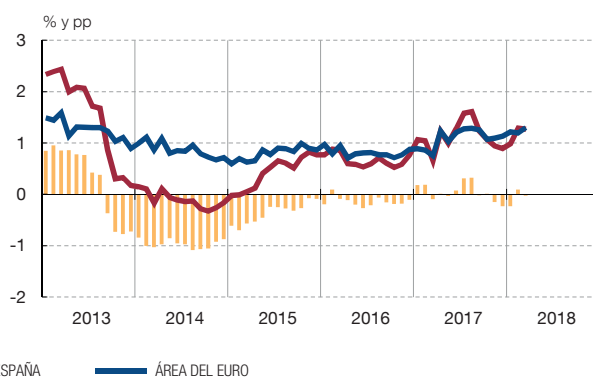
2 IPSEBENE. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



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

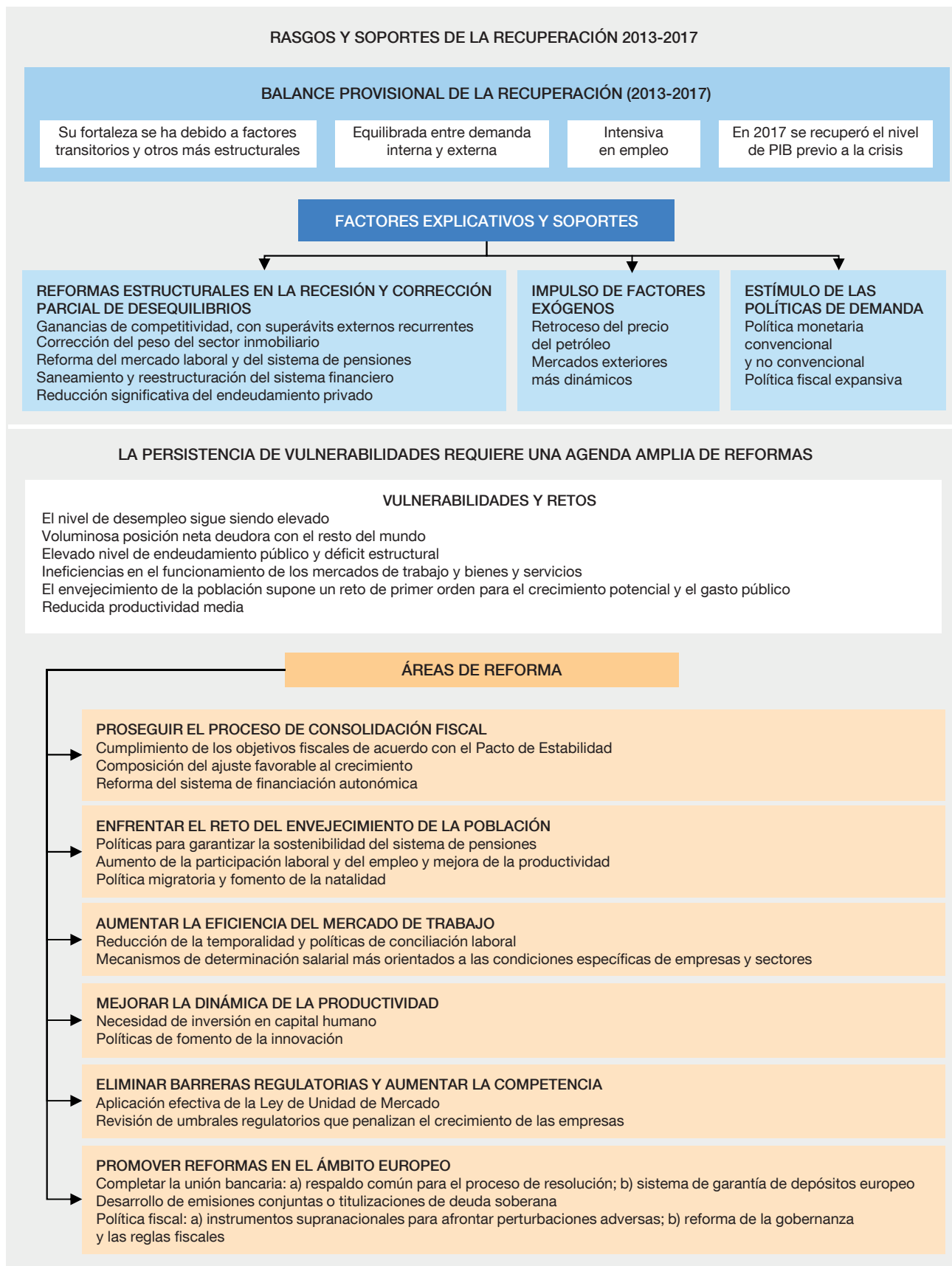
La economía española ha completado una fase de crecimiento de más de cuatro años. Desde finales de 2013³⁸, el PIB ha crecido casi un 13 % en términos acumulados, sobrepasando desde mediados de 2017 el nivel precrisis. En términos per cápita, el PIB se situó, al cierre del año pasado, casi un 1 % por 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.

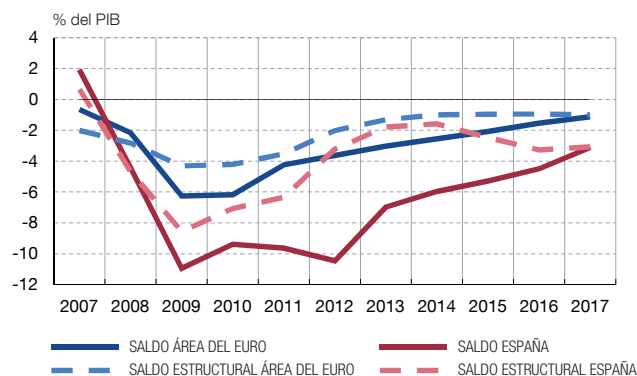
En el conjunto de la etapa de recuperación de la actividad, la política fiscal se ha visto apoyada por la significativa reducción de los costes de financiación, asociada, entre otros factores, a las medidas de política monetaria del BCE. En particular, para el caso español se estima que la disminución 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).

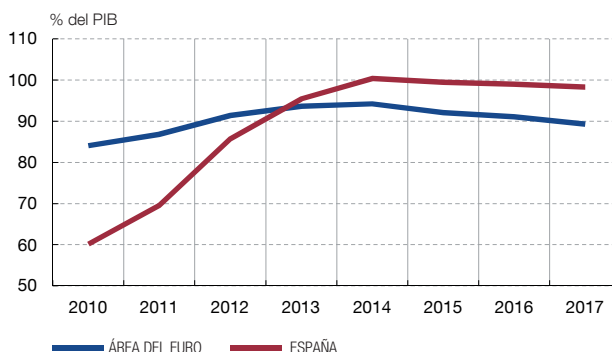
45 Véase el capítulo 4 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España.

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.

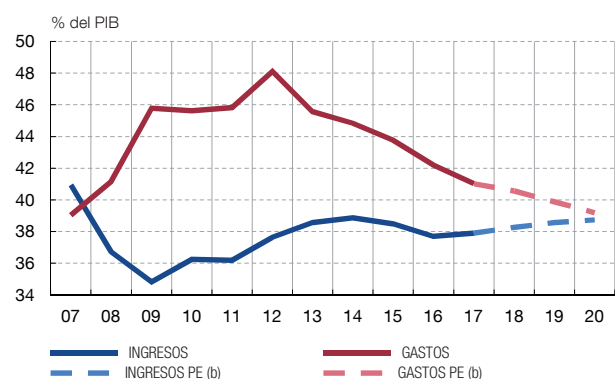
1 SALDO OBSERVADO Y SALDO ESTRUCTURAL (a)



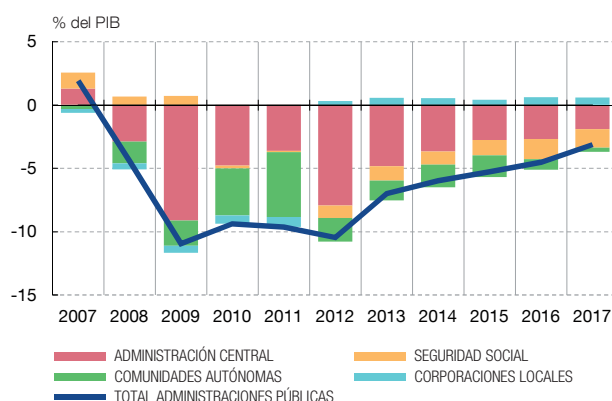
2 DEUDA PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)



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.

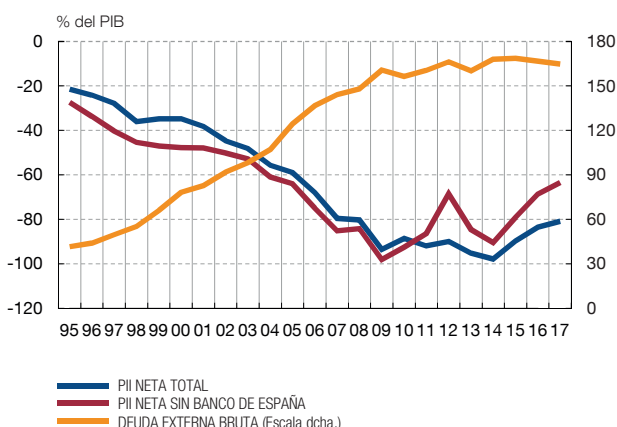
Ambos desequilibrios están estrechamente relacionados. A finales de 2017, el saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional (PII) neta de la economía española alcanzó el 80,8 % del PIB, 17 pp menos que el máximo de 2014 (véase gráfico 1.18.1). Esta cota, muy elevada en comparación internacional, 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

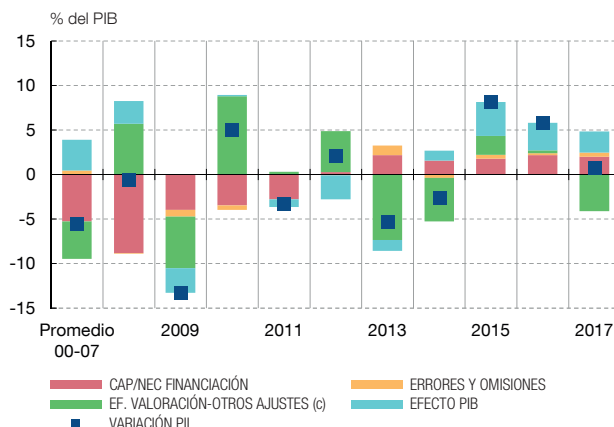
50 Un conjunto de factores, no obstante, han contribuido a reducir esta vulnerabilidad en los últimos años [véanse capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, Banco de España, y Ó. Arce (2017), «La posición de inversión internacional de la economía española: tendencias, análisis y evaluación», en *¿Es la economía 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 de 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.



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 elegida aumente la transparencia del sistema, refuerce su contributividad, es decir, la relación entre las contribuciones y las prestaciones, y, en especial, mantenga un mecanismo de ajuste automático que garantice 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 detallen 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

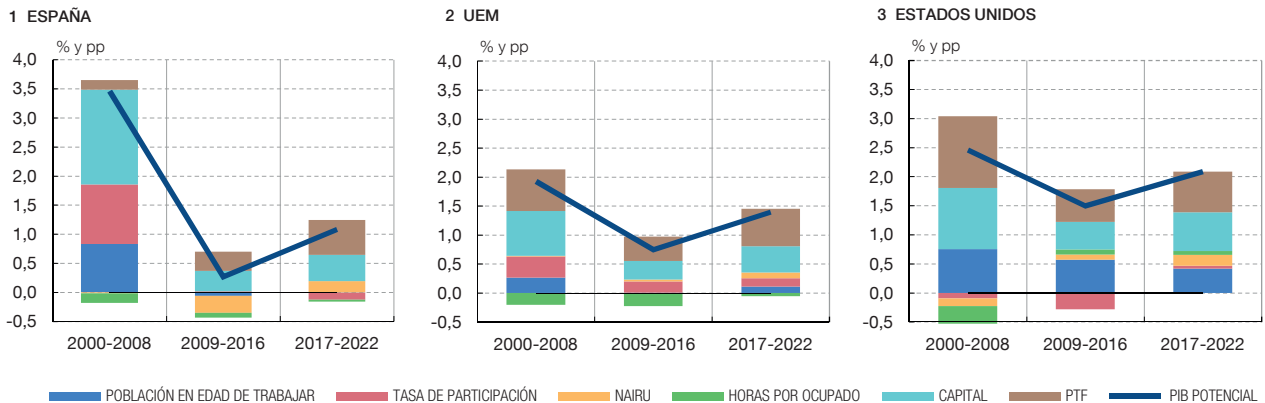
56 En este contexto, el Gobierno de España encargó el pasado 2 de junio de 2017 a la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) una revisión del gasto público, que consistirá en un análisis en profundidad con el objetivo de evaluar la calidad de las políticas públicas implementadas. El 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.

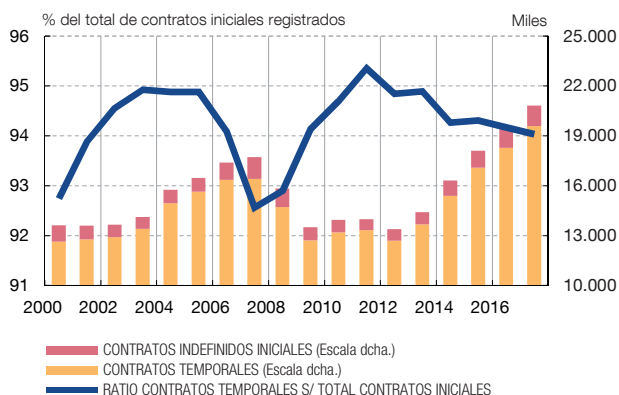
60 Por otro lado, R. Gordon (2016), en *The rise and fall of american growth: the US standard of living since the Civil War*, Princeton University Press, documenta otros factores comunes a la mayoría de las economías desarrolladas que limitan la productividad, como son la terciarización, la reducción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

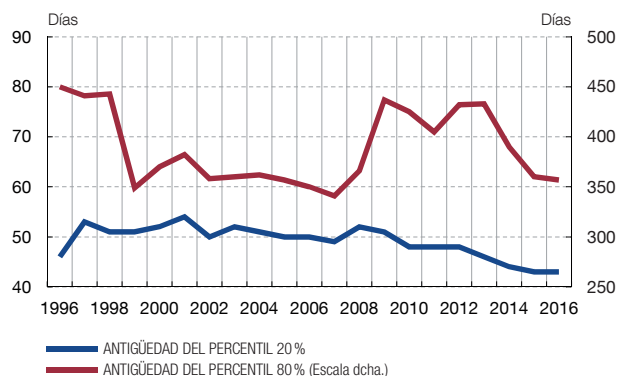
62 En este sentido, en el Documento Ocasional del Banco de España *La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España*, de próxima aparición, se analizan con detalle el nivel y la evolución de la desigualdad en España durante la crisis económica y, en la medida que lo permite la información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

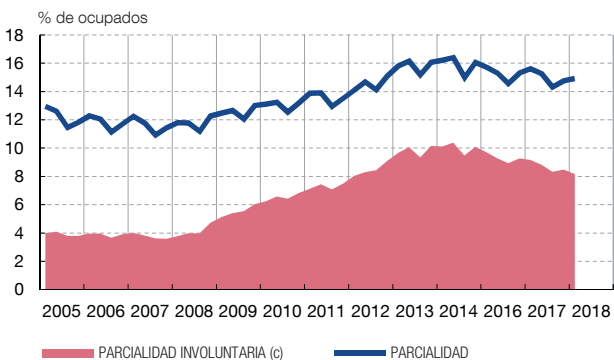
1 CONTRATOS REGISTRADOS (a)



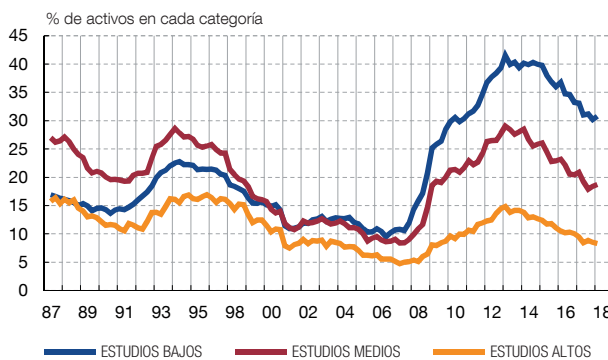
2 ANTIGÜEDAD EN EL PUESTO DE TRABAJO DE LOS TRABAJADORES TEMPORALES (b)



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.

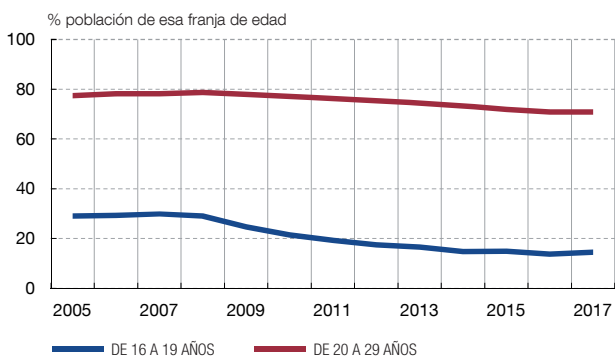
En conjunto, ante situaciones de dificultad, las empresas siguen prefiriendo ajustar el empleo temporal. La última Encuesta Anual Laboral disponible, correspondiente a 2016, confirma que, entre aquellas empresas que reducirían los costes laborales ante una perturbación negativa de demanda, un 54,4 % 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.

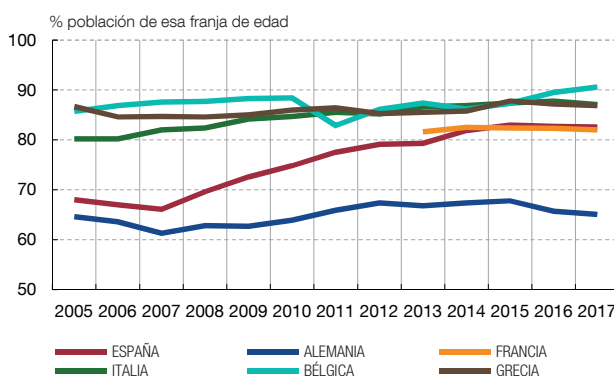
65 Véase la influencia de estos factores sobre las medidas alternativas del desempleo en «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.

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.

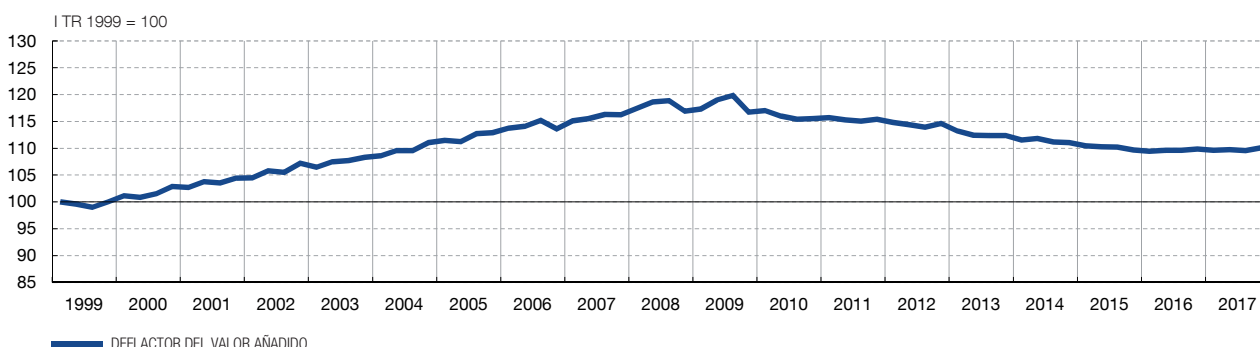
70 Véanse, M. Almunia y D. López-Rodríguez (2018), «Under the Radar: The Effects of Monitoring Firms on Tax Compliance», *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 10, pp. 1-38, y M. Almunia, J. F. Jimeno y D. López-Rodríguez (2018), *Size-Dependent Regulations in Spain*, Documento de Trabajo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

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

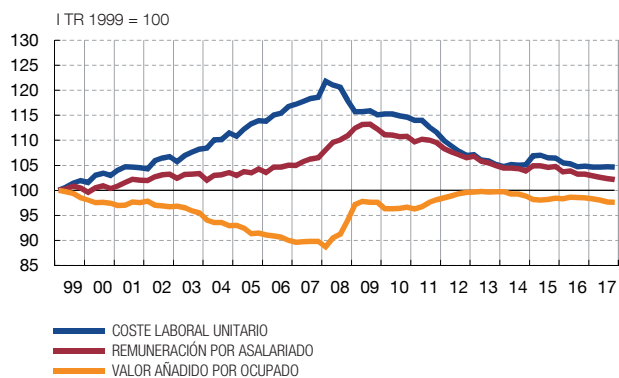
72 Véase el recuadro 1.2, donde se documenta la evolución más expansiva de los márgenes en España y se analizan las posibles causas.

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.

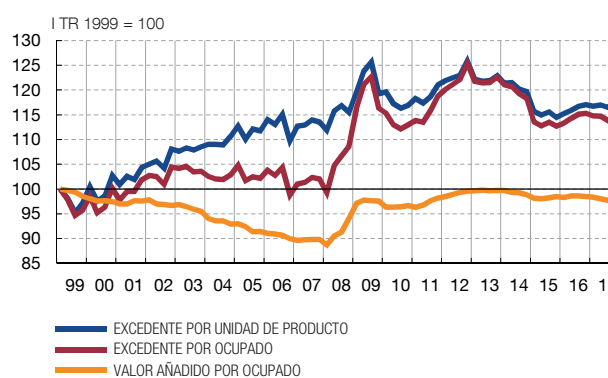
1 DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO RELATIVO ESPAÑA/UEM
Niveles relativos



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

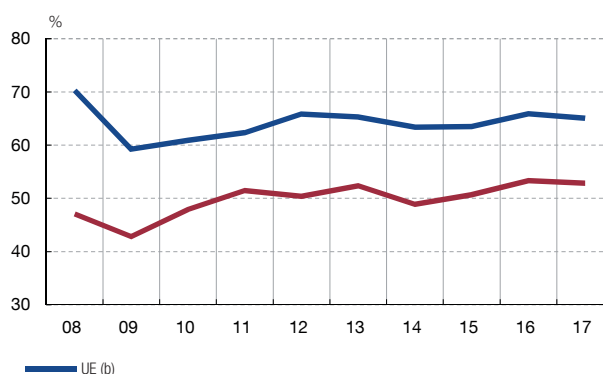
73 Véase el capítulo 2 de este Informe.

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)

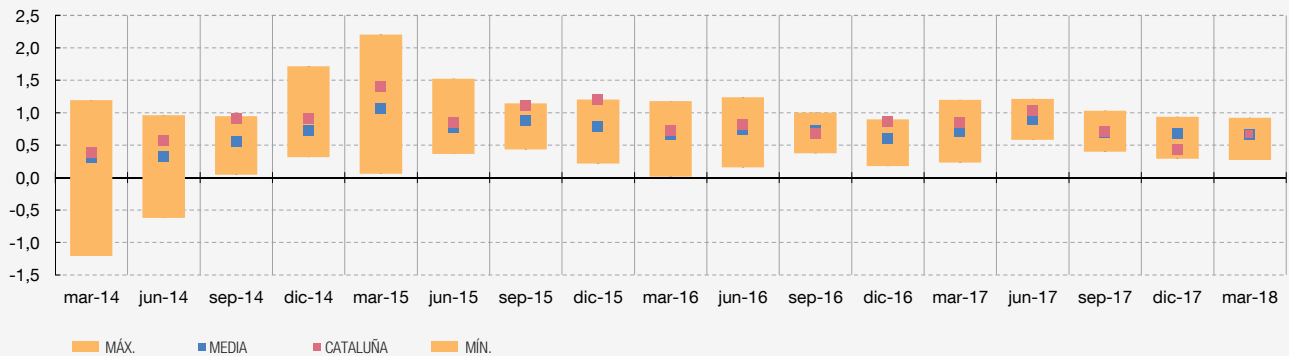


Gráfico 6
AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL
Tasas interanuales sobre series ajustadas

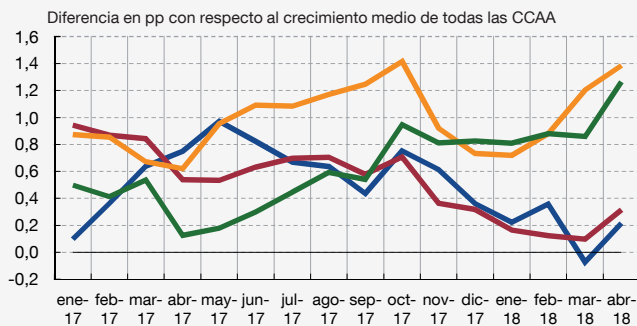


Gráfico 7
ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR
Tasas interanuales sobre series ajustadas

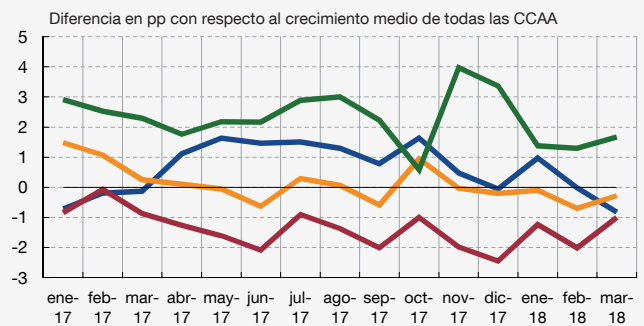


Gráfico 8
PERNOCTACIONES DE NO RESIDENTES
Tasas interanuales sobre series ajustadas

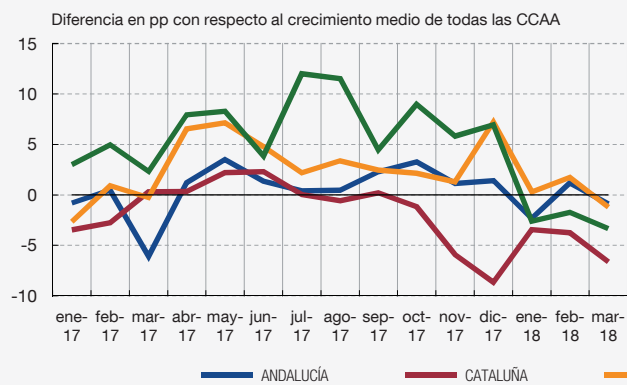
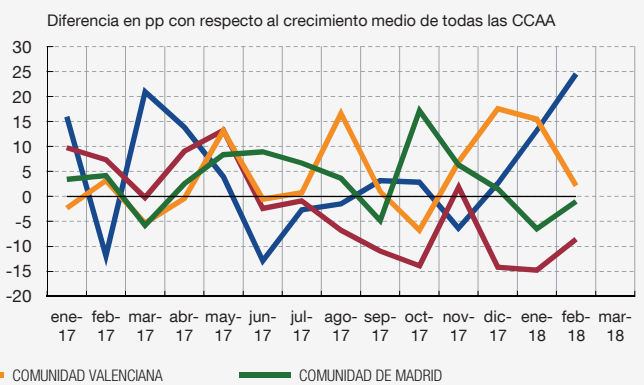


Gráfico 9
COMPRAS DE VIVIENDAS
Tasas interanuales sobre series ajustadas



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

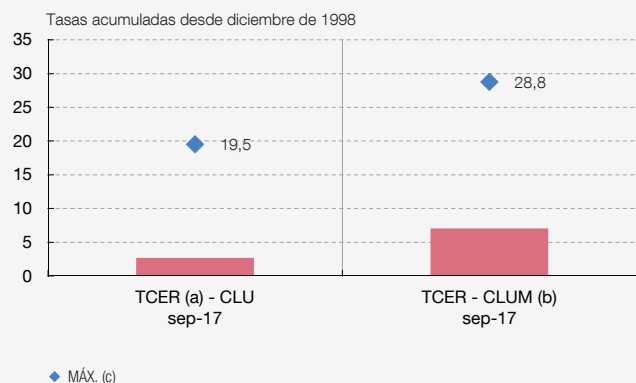


Gráfico 2
ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO CON PRECIOS

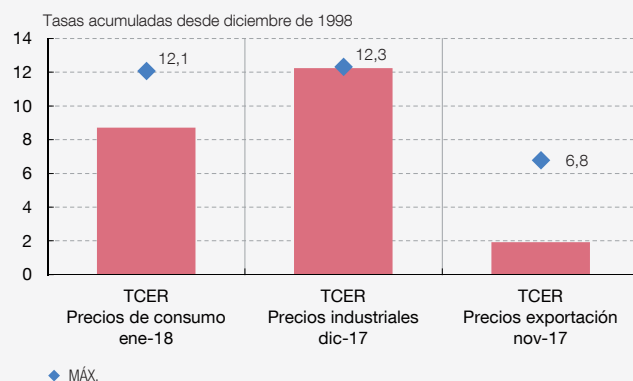


Gráfico 3
EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS

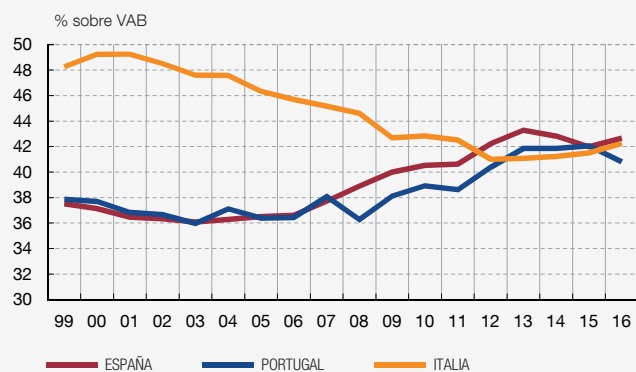


Gráfico 4
EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS

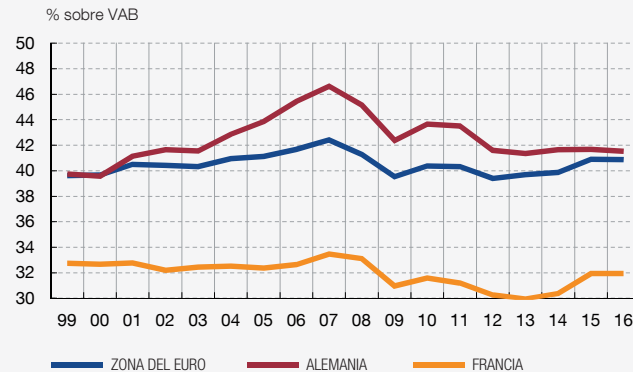


Gráfico 5
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A PYMES (d)

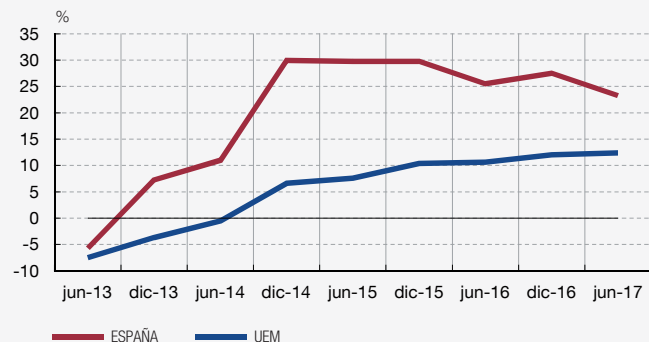
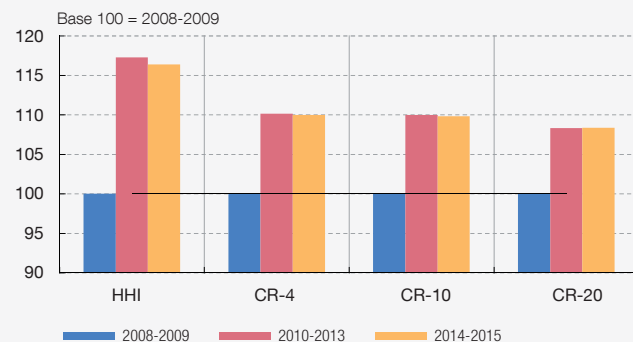


Gráfico 6
ÍNDICES DE COMPETENCIA/CONCENTRACIÓN DE ESPAÑA (e)



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)

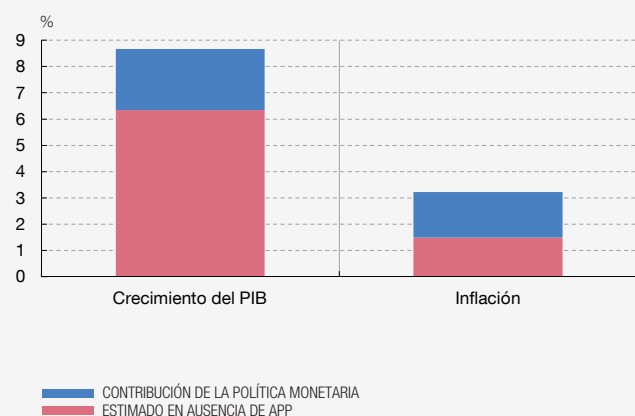


Gráfico 2
 CAMBIOS EN LAS CONDICIONES FINANCIERAS
 Mayo de 2014 a diciembre de 2017

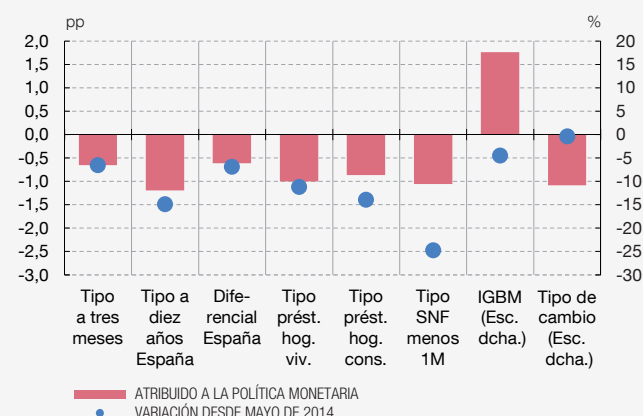


Gráfico 3
 ESPAÑA. CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA AL PIB

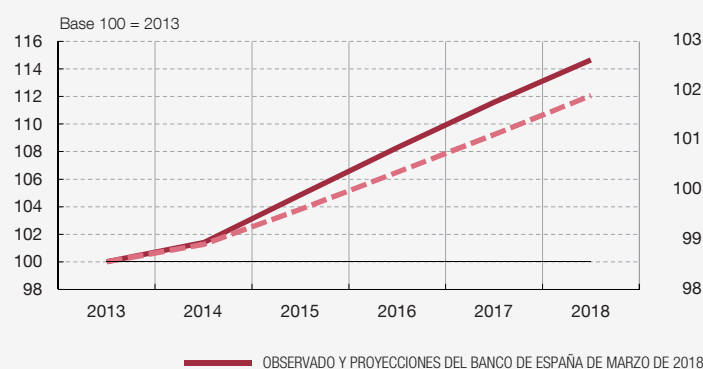
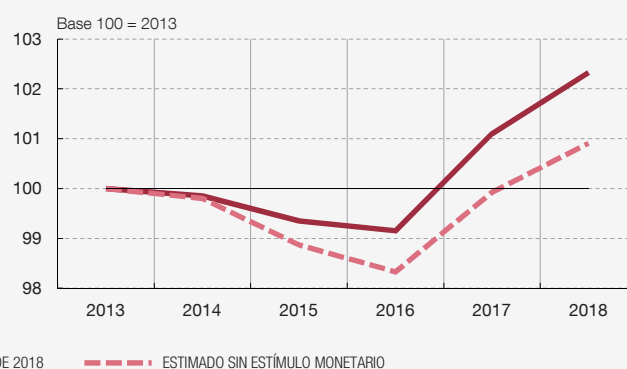


Gráfico 4
 ESPAÑA. CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A LA INFLACIÓN



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 CANTITATIVA 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.

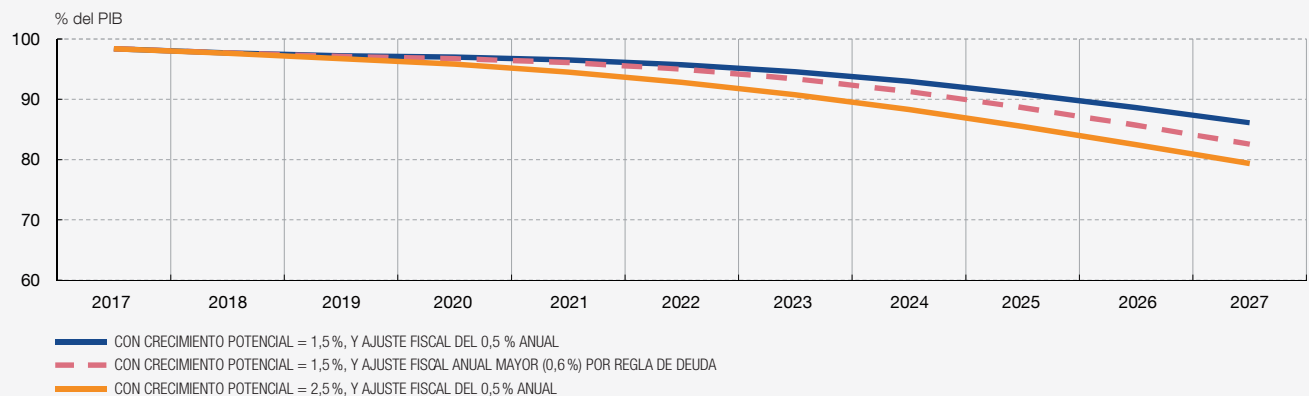
En la actualidad, las Administraciones Públicas españolas se encuentran sujetas a un Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), que se puso en marcha en abril de 2009¹, bajo el llamado «componente correctivo» del PEC. Con la excepción de Francia, que se espera que supere esta situación a lo largo del año, 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*.



2 LOS RETOS DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL



Sala Europa del edificio de Cibeles durante el desarrollo de la III Jornada de Historia Económica.

Resumen

A pesar de los importantes avances logrados en los últimos años, el sector bancario español sigue enfrentándose a retos significativos, que son en gran medida comparados por otros sistemas bancarios de la UEM. Tras la crisis y el posterior proceso de reestructuración y saneamiento del sector, la recuperación económica de los últimos años ha contribuido a un descenso de la morosidad y a un aumento de la rentabilidad¹. No obstante, los efectos de la crisis sobre la posición financiera de las entidades distan de haber desaparecido completamente. Así, la rentabilidad permanece por debajo de los niveles de referencia a medio y largo plazo y las entidades se enfrentan a un nuevo marco regulatorio y competitivo más exigente (véase esquema 2.1). En una economía muy bancarizada como la española, la superación de estos retos es importante para situar al sector bancario en una posición de fortaleza suficiente desde la que contribuir al crecimiento económico y la creación de empleo.

El volumen de activos bancarios deteriorados ha descendido significativamente desde sus máximos, pero permanece elevado. Se prevé para los próximos años una continuación en la reducción de estos activos. No obstante, al ritmo de caída actual, las ratios de dudosos seguirían siendo relativamente elevadas a finales de 2020, lo que está motivando un especial interés de las autoridades supervisoras en que las entidades aborden con prontitud este reto.

La recuperación de la rentabilidad de las entidades españolas es otro reto importante. Su reducido nivel actual se explica, sobre todo, por los efectos remanentes de la crisis y las consecuencias del desendeudamiento del sector privado de la economía española. Las pérdidas por deterioro de activos y otros resultados extraordinarios siguen consumiendo una parte elevada de los ingresos comparado con la situación previa al inicio de la crisis financiera internacional en 2008. Asimismo, el ajuste de los gastos de explotación no ha podido compensar totalmente la caída de los ingresos que se ha producido desde entonces. El efecto neto global de los reducidos niveles de los tipos de interés parece haber sido comparativamente menor, pese a que estos han ejercido una presión negativa sobre los márgenes de intermediación.

En el ámbito regulatorio, las entidades se han adaptado ya en gran medida a los nuevos requerimientos, que implican, entre otros, niveles más elevados de recursos propios y activos líquidos. Las entidades españolas se sitúan, en ambos casos, materialmente por encima de los requerimientos mínimos, si bien, en relación con la media europea, la situación es comparativamente mejor en términos de liquidez que de capital. Asimismo, todavía existen algunas reformas pendientes de detallar o de implementar en su totalidad, que exigirán nuevas adaptaciones por parte de los bancos españoles.

El mayor reto a medio plazo procede del nuevo marco competitivo derivado de las nuevas tecnologías y del avance de la desintermediación financiera. La innovación financiera supone un reto y una oportunidad para los bancos. Cabe esperar un aumento de la competencia en determinados segmentos y ciertos cambios en la demanda y en la forma de proveer los servicios bancarios, que obligarán a las entidades a un proceso de

¹ Sobre la crisis, véase *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*, Banco de España.



FUENTE: Banco de España.

anticipación y adaptación. En el momento actual, la penetración de estas nuevas tecnologías en España es limitada y la incertidumbre sobre sus efectos finales, alta, aunque podrían ser potencialmente muy importantes. La desintermediación financiera supone igualmente un desafío para los bancos, cuyo avance dependerá de factores tanto coyunturales como estructurales — nivel de tipos de interés, compra de bonos corporativos por el Eurosistema, nuevos competidores, avances en la unión de mercados de capitales y tendencias en el ahorro a largo plazo—.

1 Introducción

El sector bancario español ha sufrido una profunda reestructuración desde el comienzo de la crisis en 2008. El número de entidades nacionales (grupos consolidados y entidades sin grupo, de propiedad nacional) ha pasado de 122, al comienzo de la crisis, a 65, en 2017, y el número de oficinas y empleados se ha reducido en un 40 %

y un 32 %, respectivamente, en ese mismo período². Resultado de ello, se ha producido un aumento significativo de la concentración. Así, los cinco mayores grupos pasaron de representar el 49 % del activo total del negocio en España, en 2008, al 70 %, en 2017, unos veinte puntos porcentuales por encima de la media de la UE³. Las consecuencias de la crisis son también patentes en el saldo vivo del crédito bancario a la clientela en España, que se había multiplicado por seis en la larga expansión desde 1995 hasta 2008 y se contrajo después en un tercio, así como en las pérdidas acumuladas en la cuenta de resultados por deterioro de activos en nuestro país, que a finales de 2017 superaban los 310 mm de euros (equivalentes a un 11 % del balance total a 31 de diciembre de 2007)⁴.

No obstante, la rentabilidad del sector bancario no se ha recuperado totalmente y el volumen de activos dudosos en los balances de las entidades es aún elevado. La recuperación de la economía española iniciada a finales de 2013 ha contribuido a reducir la morosidad y sostener los resultados de las entidades españolas. Con todo, la rentabilidad obtenida sobre los recursos propios (ROE, según sus siglas en inglés) permanece reducida en términos históricos y las cotizaciones en bolsa de los bancos españoles —y europeos, en general— continúan reflejando unas expectativas inciertas de los inversores sobre la evolución futura del negocio bancario.

En consecuencia, las entidades de crédito españolas continúan enfrentándose a una serie de retos, en gran medida compartidos con otros sistemas bancarios de la UEM, que podrían tener implicaciones macroeconómicas. Algunos de estos retos están asociados a la situación coyuntural, mientras que otros constituyen desafíos de medio y largo plazo. En una economía muy bancarizada, como la española, la superación de estos retos es clave para que el sector bancario alcance un grado de fortaleza suficiente para contribuir al crecimiento económico y la creación de empleo, realizando eficazmente su labor de intermediación financiera. La experiencia de la última crisis ilustra cómo la debilidad de los sistemas bancarios contribuyó en algunos países a aumentar la intensidad de la crisis. Las siguientes secciones de este capítulo se dedican a analizar dichos retos, empezando por la reducción de los activos deteriorados originados por la crisis y siguiendo con la recuperación de tasas de rentabilidad más acordes con el rendimiento requerido por los inversores y la adaptación al nuevo marco regulatorio y competitivo.

2 La reducción de los activos deteriorados originados por la crisis

Tras el estallido de la crisis, se produjo un repunte muy acusado de la morosidad de la cartera crediticia de las entidades de depósito españolas. En 2013, el momento de mayor deterioro de los balances bancarios, los préstamos dudosos en las operaciones con la clientela nacional alcanzaron casi 200 mm de euros, lo que supone ocho veces más que en la anterior crisis, en 1994⁵. Adicionalmente, los balances de las entidades en 2013 incluían activos inmobiliarios adjudicados por cerca de 80 mm de valor contable bruto⁶.

2 La reducción del número de oficinas ha sido más intensa en los municipios de mayor población, en los que se había concentrado la expansión de la red en el período 2000-2007, lo que mitiga en cierta medida la preocupación por la inclusión financiera de las poblaciones rurales. Sin embargo, dichas poblaciones rurales presentan una tendencia a largo plazo, presente con anterioridad a 2007, de caída del número de oficinas, que se corresponde con su declive demográfico. Para más detalles, véase Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera*, 11/2017, recuadro 2.5.

3 Añadiendo el negocio en el extranjero, la concentración del sector bancario español es aún mayor (del 81,5 %, en 2017).

4 A lo largo del capítulo se utilizan, en unas ocasiones, los datos consolidados y, en otras, los datos individuales del negocio en España de las entidades de depósito. Los primeros son relevantes para las comparaciones internacionales. Los segundos sirven para poner el foco en lo ocurrido en nuestro país.

5 Con un volumen de crédito cinco veces mayor.

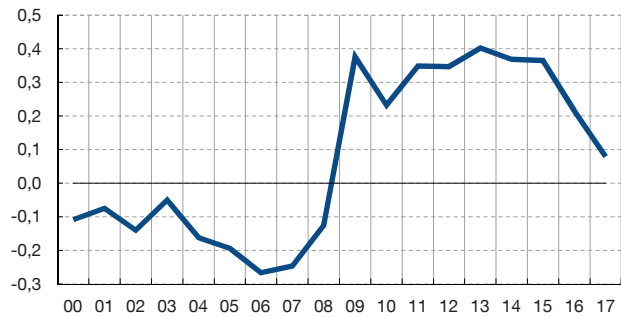
6 Valor en libros sin deducir las provisiones por deterioro ocurridas con posterioridad a la adjudicación.

Desde la crisis, se observa un menor crecimiento del crédito y un mayor coste de financiación en aquellas entidades que presentan ratios de dudosos más elevadas.

1 CORRELACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO EN CADA AÑO Y LA TASA DE MOROSIDAD UN AÑO ANTES (a)



2 CORRELACIÓN ENTRE EL COSTE DE FINANCIACIÓN Y LA TASA DE MOROSIDAD UN AÑO ANTES (a)



FUENTE: Banco de España.

a Correlaciones de sección cruzada, de 61 entidades de depósito españolas (las entidades significativas y las entidades menos significativas más relevantes, incluyendo el sector cooperativo al completo).

Cuatro años después, los primeros se habían reducido a la mitad, pero permanecían aún en niveles elevados, mientras que los segundos habían caído a 58 mm⁷.

Niveles altos de morosidad tienen consecuencias negativas no solo sobre las propias entidades, sino también sobre el conjunto de la economía. El impacto inicial de un aumento de la morosidad tiene lugar sobre las cuentas de resultados y el capital de los bancos, pero, superada esa fase, el mantenimiento de ratios elevadas de activos problemáticos (dudosos y adjudicados) durante un tiempo prolongado tiene implicaciones adicionales. Por un lado, supone el desvío de recursos humanos y materiales hacia su gestión, lo que impide que estos se utilicen en otras actividades, incluyendo la realización de nuevas operaciones de crédito. Por otro lado, su mantenimiento introduce un elemento de incertidumbre adicional sobre la calidad y valoración del activo de las entidades, que podría contribuir a encarecer su coste de financiación. De una u otra forma, ello se puede traducir en un endurecimiento de la oferta de crédito.

La evidencia disponible sugiere una relación negativa entre morosidad y concesión de nuevo crédito. En el gráfico 2.1 se representa la evolución del coeficiente de correlación entre, por un lado, la ratio de dudosos desfasada un período y, por otro, la variación del crédito (véase gráfico 2.1.1) y el coste de financiación (véase gráfico 2.1.2), para una muestra de 61 entidades de depósito españolas, entre los años 2000 y 2017. La correlación con la tasa de variación del crédito es negativa en prácticamente todo el período y esta relación se ha intensificado desde 2009, coincidiendo con la crisis económica. Esta observación está en línea con el hecho de que las entidades con mayores tasas de dudosos son las que más reducen (o menos incrementan) su crédito, especialmente durante la crisis. El gráfico 2.1.2 muestra que la correlación entre la ratio de dudosos y el coste de financiación

7 La caída se concentra en 2017, último año de datos disponible, y se explica en buena medida por razones contables. Por un lado, se debe al ajuste del importe en libros bruto de los bienes adjudicados del Banco Popular Español a su valor neto de provisiones en la fecha de su resolución y, por otro lado, a ajustes de reporte adicionales en el resto del sistema.

de la entidad era negativa antes de 2009⁸, pero pasa a ser positiva a partir de entonces, y a presentar un valor absoluto superior al del anterior período, reflejando el hecho de que las entidades con mayores niveles de morosidad tuvieron que afrontar un coste de financiación mayor. En los últimos años, la relación entre morosidad y coste de financiación se ha atenuado, coincidiendo con la abundancia de liquidez en los mercados ligada a la política monetaria expansiva del Eurosistema y la consolidación de la recuperación económica, pero la relación negativa con el crecimiento del crédito se mantiene.

Adicionalmente, el mantenimiento de niveles elevados de morosidad puede tener otras consecuencias negativas. En particular, la persistencia de una proporción elevada de hogares y/o sociedades no financieras en una posición financiera frágil, con niveles altos de deuda, puede reducir el dinamismo del gasto y frenar la recuperación de la economía, con efectos de retroalimentación sobre la propia calidad de los balances bancarios. Por otra parte, en el caso de los países de la UEM, en el momento actual, la pronta corrección de los niveles de morosidad derivados de la crisis resulta también necesaria para favorecer mayores avances en la construcción de la Unión Bancaria. Como se señala en el capítulo 1, existe un cierto consenso en que la mayor compartición de riesgos que implican las piezas fundamentales aún pendientes para completar dicha unión (respaldo financiero al MUR, Sistema de Garantía de Depósitos Europeo) solo será posible si se logran avances en paralelo en la reducción de los riesgos actualmente existentes.

Las perspectivas sobre los balances bancarios son favorables, dado el impacto que la recuperación económica está teniendo en la reducción de la ratio de dudosos del sector privado residente. El gráfico 2.2.1 evidencia cómo esta última variable está altamente correlacionada con el ciclo económico y muestra una tendencia descendente siempre que se registran avances del PIB y reducciones de la tasa de paro, como se espera que ocurra en los próximos años. La corrección está siendo especialmente visible en los préstamos a empresas constructoras e inmobiliarias (véase gráfico 2.2.2), segmento en el que la ratio alcanzó niveles más altos desde el comienzo de la crisis, y donde todavía, pese a los descensos, la tasa de morosidad se situaba, en diciembre de 2017, próxima al 20 %. En las operaciones con los hogares, el descenso de esta tasa ha sido más moderado y se observa incluso un cierto repunte reciente de los activos dudosos y de la ratio de morosidad en el sector de préstamos para consumo y otros fines distintos de la adquisición de vivienda⁹. En todo caso, un análisis más desagregado muestra que no solo se ha reducido el nivel medio de la ratio, sino que lo ha hecho especialmente el porcentaje de entidades con valores elevados de dicha ratio (véase gráfico 2.2.3).

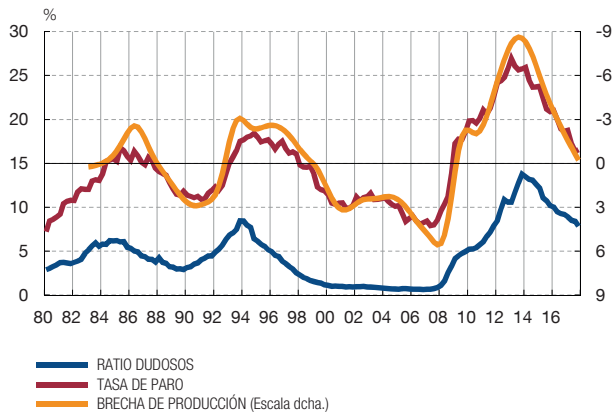
En relación con las entidades de otros países de la UEM que también acumularon niveles elevados de morosidad durante la crisis, las españolas se encuentran en una fase relativamente avanzada de la reducción de los activos dudosos. De hecho, en estos momentos, la ratio de exposiciones dudosas sobre préstamos y valores de renta fija totales a nivel consolidado para las entidades españolas se sitúa próxima al nivel medio de la zona del euro (véase gráfico 2.2.4). Asimismo, los flujos de entrada y salida de dudosos (véase gráfico 2.2.5) muestran un saldo neto negativo (lo que explica la caída de la ratio), con un descenso en las entradas de nuevos activos dudosos de un 31 % entre 2014 y 2017. Por su parte, los activos adjudicados (véase gráfico 2.2.6) alcanzaron su máximo en junio de 2012 (96 mm de euros) y los descensos desde entonces han sido más limitados,

⁸ Especialmente, en los últimos años de expansión, en los que aquellas entidades que más incrementaron su crédito (y, en consecuencia, más redujeron su ratio de dudosos sobre crédito por la vía del aumento del denominador) presentaban un mayor coste de financiación.

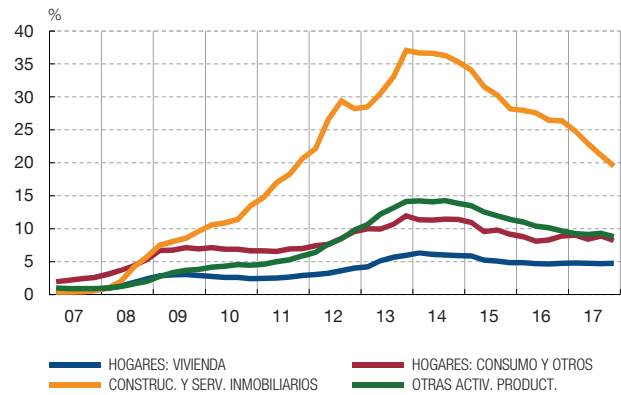
⁹ Véase Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera*, 5/2018.

La ratio de activos dudosos en España se está corrigiendo, en el marco de la recuperación cíclica de la economía española, y se encuentra en torno a los valores medios de la UEM. Los activos adjudicados también se están reduciendo, aunque a un ritmo algo más lento, que debería acelerarse en 2018 con la materialización de importantes operaciones de venta anunciadas en 2017.

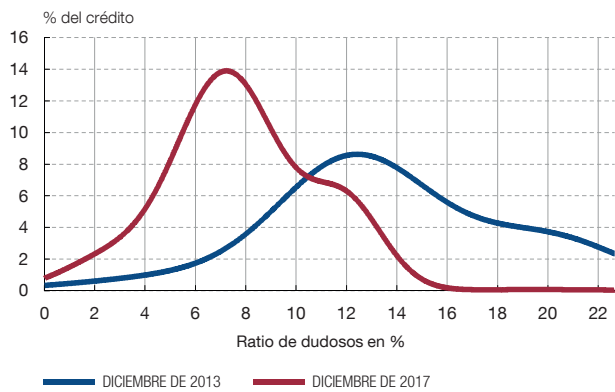
1 ALTA CORRELACIÓN ENTRE MOROSIDAD Y CICLO ECONÓMICO



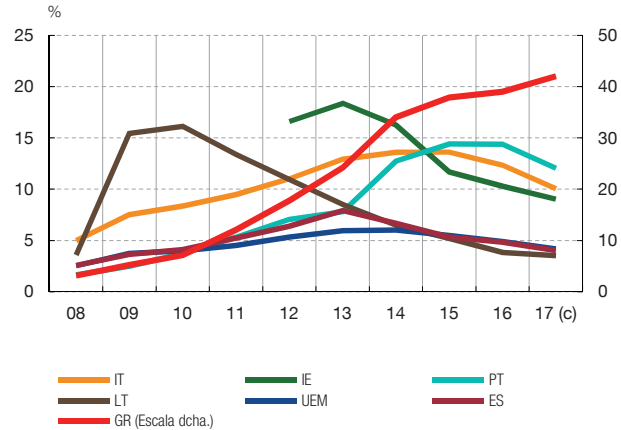
2 LAS RATIOS DE DUDOSOS SOBRE CRÉDITO SE ESTÁN CORRIENDO, AUNQUE DE FORMA HETEROGÉNEA POR SECTORES



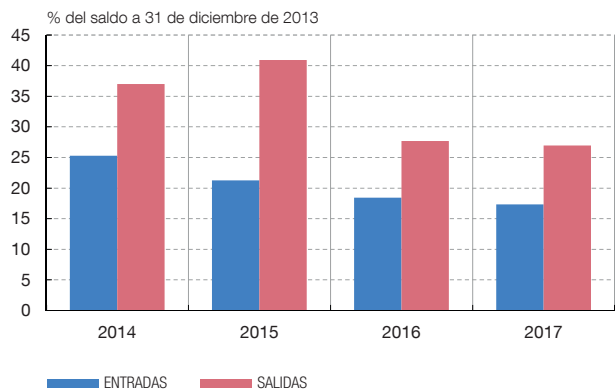
3 DESCENSO DEL PORCENTAJE DE ENTIDADES CON RATIOS DE DUDOSOS MUY ALTAS (a)



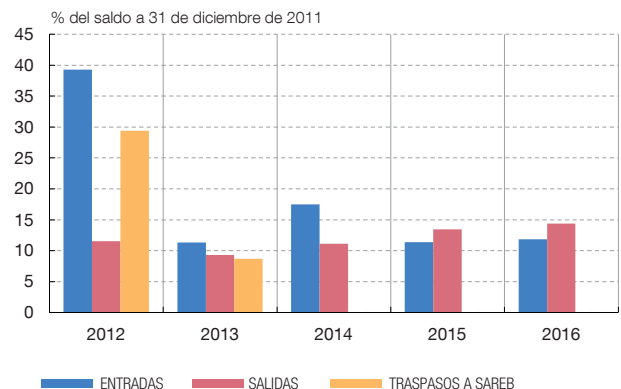
4 EL AJUSTE DE LA RATIO DE DUDOSOS SE ENCUENTRA MÁS AVANZADO EN ESPAÑA QUE EN OTROS PAÍSES DE LA UEM (b)



5 DESCENSO DE LAS ENTRADAS BRUTAS DE NUEVOS ACTIVOS DUDOSOS (d)



6 INCREMENTO DE LAS SALIDAS DE ACTIVOS ADJUDICADOS



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

- a Distribución por entidades de la ratio de dudosos del crédito al sector privado residente.
- b Ratios de dudosos sobre instrumentos de deuda (préstamos y valores de renta fija) a nivel consolidado.
- c Datos a septiembre de 2017.
- d Entradas y salidas del stock de crédito dudoso al sector privado residente.

Descargar

pese al traspaso de activos a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb). No obstante, en los últimos años el saldo neto de entradas y salidas se ha hecho negativo, debido al aumento de las segundas. Esta tendencia podría acentuarse en 2018 si, según lo anunciado, se materializan las importantes operaciones de venta de activos inmobiliarios puestas en marcha por algunas de las entidades españolas más grandes.

En todo caso, la corrección actualmente en marcha de la ratio de dudosos en España se está produciendo a un ritmo relativamente moderado. Del gráfico 2.3.1 al 2.3.4 se muestra la evolución comparada en los trimestres posteriores a cada uno de los tres últimos máximos de la ratio alcanzados en las últimas décadas en España (marzo de 1985, marzo de 1994 y diciembre de 2013). Como puede verse, el ritmo de descenso está siendo inferior en el período más reciente que en las dos ocasiones anteriores (véase gráfico 2.3.1). No obstante, esto se explica, sobre todo, por el atípico comportamiento del crédito (el denominador de la ratio, que se muestra en el gráfico 2.3.2), el cual no solo no se ha expandido, sino que ha retrocedido durante el conjunto de la fase de recuperación actual. En relación con los activos dudosos, se observa que el descenso fue especialmente lento en la segunda mitad de los años ochenta, mientras que habría sido similar en los dos episodios posteriores (véase gráfico 2.3.3), en línea con el comportamiento también parecido del PIB real en estos dos casos (véase gráfico 2.3.4)¹⁰. Aun así, se observa una disminución de los activos morosos algo más lenta en los últimos trimestres y, al ritmo de caída de los últimos tres años, los activos dudosos todavía superarían los 50 mm de euros a finales de 2020, cifra todavía significativa (un 4,4 % del crédito al sector privado residente a finales de 2017). Esta valoración estaría en consonancia con lo que se obtiene de un análisis de la relación histórica entre el volumen de dudosos y sus determinantes fundamentales (véase gráfico 2.3.5)¹¹.

El análisis de episodios similares en otros países confirma que las recuperaciones de la ratio de dudosos, tras registrar aumentos significativos, tienden a requerir un período prolongado (véase gráfico 2.3.6). En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, tras la crisis de 2009, no se volvió a los niveles previos hasta cinco-seis años después de haber alcanzado el máximo cíclico. En otros casos, en los que el aumento de la morosidad fue muy intenso y veloz, como en los países bálticos y en Irlanda, la corrección fue algo más rápida, pero aun así requirió de un número similar de años. La resolución de las situaciones de fragilidad financiera de los agentes, que están detrás de esas elevadas ratios de activos deteriorados, requiere un tiempo, y la estrategia óptima desde el punto de vista de maximizar el valor recuperable de estos no siempre es la liquidación inmediata de la operación. Por ello, históricamente, la corrección de este tipo de situaciones de elevada morosidad tiende a ser progresiva y a extenderse durante períodos amplios.

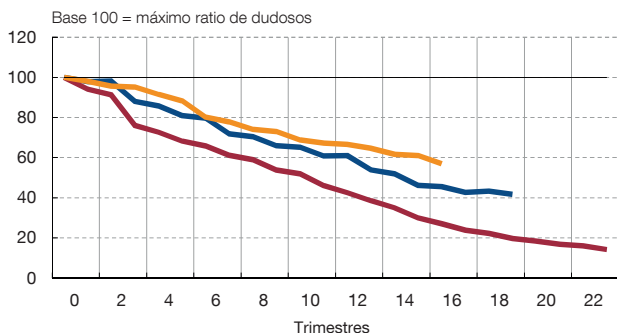
Sin embargo, estas situaciones tienen también implicaciones negativas para el conjunto de la economía, que van más allá del impacto directo sobre los bancos, lo que justifica las diversas medidas tomadas en el marco del Plan de Acción del Consejo Europeo de julio de 2017. Entre las más relevantes, destaca el paquete hecho público por la Comisión Europea en marzo de este año con la propuesta de revisión de la normativa de requerimientos de capital para introducir un calendario de provisiones para activos

¹⁰ Ajustado de inflación, el descenso acumulado desde 2013 sería 13 pp menor que en el episodio anterior de corrección y 6 pp mayor que el de la segunda mitad de los años ochenta.

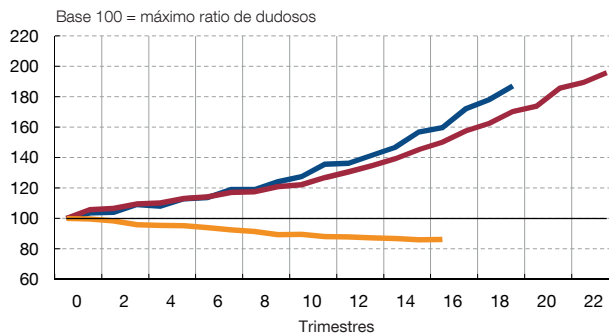
¹¹ En relación con los activos adjudicados, no existe información sistemática con anterioridad a 2010, lo que impide un análisis comparativo con su evolución en anteriores recesiones como el llevado a cabo para los activos dudosos.

La lenta caída de la ratio de dudosos se debe principalmente al descenso del denominador (el crédito). No obstante, los activos dudosos también descienden a un ritmo algo menor que en la anterior recuperación y que lo que proyectaría un modelo de su relación con sus determinantes fundamentales. Aunque una lenta corrección es habitual en este tipo de crisis, el ritmo actual conllevaría tasas de dudosos todavía relativamente elevadas a finales de 2020.

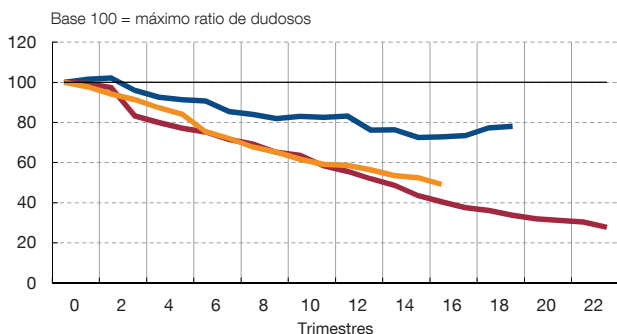
1 LA RATIO DE DUDOSOS (a) DESCENDE MÁS LENTAMENTE QUE EN EPISODIOS ANTERIORES



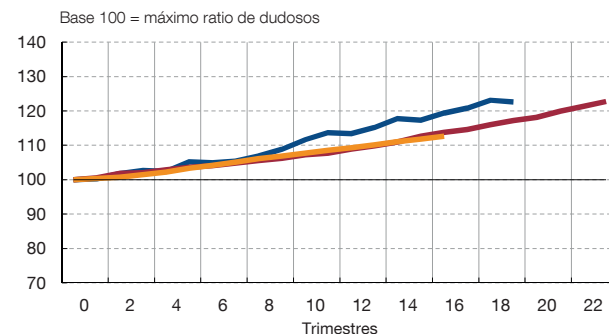
2 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO



3 EL VOLUMEN DE DUDOSOS DESCENDE COMO EN LA RECUPERACIÓN PRECEDENTE HASTA HACE POCO



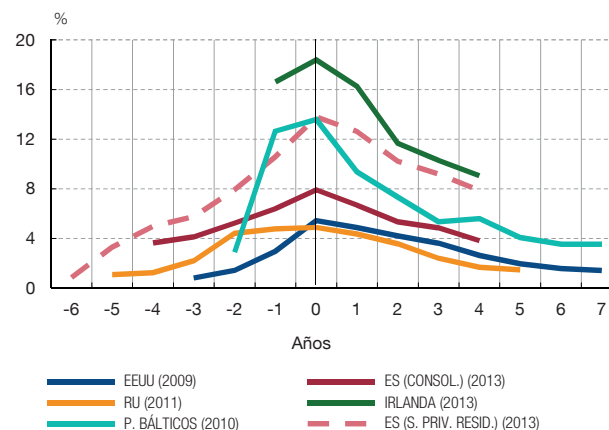
4 EL PIB REAL EVOLUCIONA COMO EN LA RECUPERACIÓN PRECEDENTE



5 PROYECCIONES DE LA RATIO DE DUDOSOS SOBRE CRÉDITO (b)



6 COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE DISTINTOS RATIOS DE DUDOSOS (c)



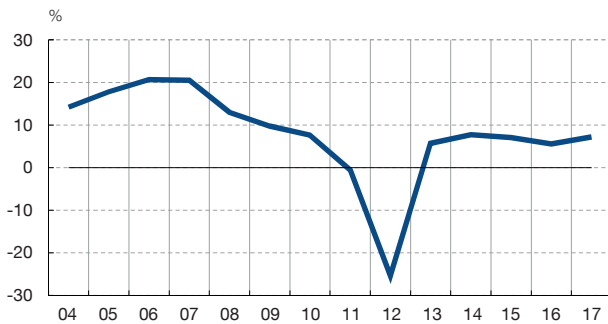
FUENTES: Banco Central Europeo, Comité para el Sistema Financiero Global, Federal Deposit Insurance Corporation y Banco de España.

- a Dudosos sobre total crédito al sector privado residente.
- b A partir de un modelo uniecuacional dinámico en el que el volumen de dudosos se relaciona con el nivel del PIB, la tasa de paro, la ratio de crédito sobre PIB y los cambios en el PIB real y en el tipo de interés nominal del crédito, así como retardos de la variable dependiente.
- c Los datos consolidados de España, Irlanda y los países bálticos se obtienen del BCE y corresponden a dudosos sobre total instrumentos de deuda. Los datos de Estados Unidos son del FDIC (*call reports*). Los datos del Reino Unido son del informe del BIS titulado *Structural changes in banking after the crisis*.

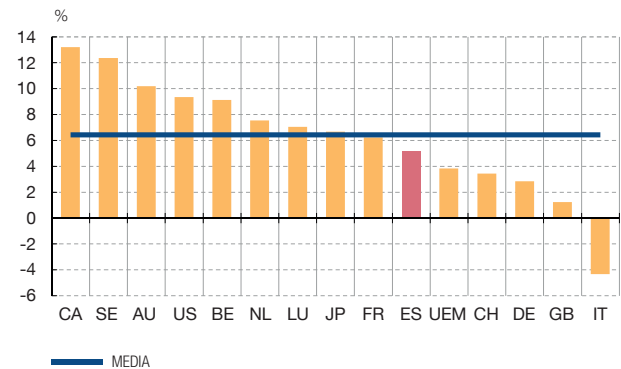
Descargar

Tras las pérdidas de 2012, las rentabilidades han vuelto a ser positivas, pero no han recuperado los niveles de antes de la crisis y se sitúan por debajo de las de países como Australia, Canadá, Estados Unidos o Suecia, aunque por encima de la media de la UEM.

1 RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO ESPAÑOLAS (a)



2 COMPARACIÓN INTERNACIONAL. ROE (2016) (b)



FUENTES: Banco de Pagos Internacionales y Banco de España.

- a Los datos de 2017 no reflejan las pérdidas del Banco Popular Español en la primera mitad del año. Incluyendo estas, el ROE agregado de 2017 sería del 2,2 %.
- b Los datos están tomados del informe del Comité para el Sistema Financiero Global del Banco de Pagos Internacionales, titulado *Structural changes in banking after the crisis*.



dudosos futuros, un borrador de directiva para crear un mercado secundario de préstamos dudosos y un mecanismo extrajudicial para acelerar la recuperación de las garantías y la publicación de unas guías para facilitar la creación de compañías de gestión de activos¹². En paralelo, en su calidad de supervisor prudencial de las entidades significativas del área del euro, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) ha asumido el liderazgo en este ámbito con importantes iniciativas. Entre ellas, se encuentran la emisión en marzo de 2017 de una guía para la gestión de los activos dudosos y, más recientemente, en marzo de 2018, la publicación de una adenda a la anterior haciendo públicas sus expectativas supervisoras sobre la cobertura de nuevos dudosos en el ámbito del proceso anual de revisión supervisora (SREP)¹³. Esta autoridad supervisora también continúa vigilando estrechamente el cumplimiento de los planes estratégicos de reducción de los activos dañados de las entidades bajo su control que presentan ratios de dudosos elevados.

3 La recuperación de la rentabilidad

3.1 ACOTANDO EL PROBLEMA

La crisis puso de manifiesto los problemas acumulados durante la expansión, como el exceso de endeudamiento del sector privado, y tuvo un impacto muy notable sobre la rentabilidad de los bancos españoles. Se generó un volumen de pérdidas elevado, que se materializaron principalmente en el año 2012, en el que se produjo la crisis de Bankia, y se llevaron a cabo fuertes saneamientos, en buena parte ligados a los resultados de las pruebas de resistencia realizadas en el marco del programa de asistencia financiera al sector por parte de las instituciones europeas. En consecuencia, el ROE agregado de las entidades de depósito en España, a nivel consolidado, cayó hasta el -25 % (véase gráfico 2.4.1).

Posteriormente, la rentabilidad se ha recuperado parcialmente y se ha mantenido en valores positivos, pero reducidos. En estos momentos, la rentabilidad bancaria se sitúa claramente por debajo de los niveles alcanzados en los años previos a la crisis y también

12 Véase http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1802_es.htm.

13 Véanse BCE (2017), *Guidance to banks on non-performing loans*, y BCE (2018), *Addendum to the ECB Guidance to banks on non-performing loans: supervisory expectations for prudential provisioning of non-performing exposures*.

de las estimaciones disponibles sobre la rentabilidad exigida por los inversores (o coste del capital; véase recuadro 2.1). En consecuencia, las valoraciones de las acciones de los bancos se encuentran generalmente por debajo de su valor contable. En términos comparativos, los bancos españoles se situaban, en 2016, en una posición ligeramente mejor que la del conjunto de la UEM o de los bancos británicos, alemanes y suizos, pero claramente por debajo de las rentabilidades obtenidas en otras economías avanzadas, como Australia, Canadá, Estados Unidos o Suecia (véase gráfico 2.4.2).

Las principales diferencias entre las entidades españolas con respecto a las de otros países que presentan rentabilidades más altas se deben al comportamiento de los gastos y pérdidas por deterioro. Esto se observa en el gráfico 2.5, en el que se presenta la evolución de diversas partidas de la cuenta de resultados de las entidades de crédito españolas y la registrada en promedio en cinco economías avanzadas en las que el ROE medio en 2015-2016 se situó por encima del 9 %. El gráfico muestra también la evolución para un promedio de países de la UEM. Las entidades con rentabilidades actuales elevadas tuvieron su crisis antes que las españolas (en 2008, frente a 2012), y esta fue, en general, menos marcada. La rentabilidad sobre activo (ROA, según sus siglas en inglés) de dichas entidades se recuperó posteriormente, hasta retornar a niveles similares a los previos a la crisis, mientras que esto no ocurrió en el caso del ROE, explicándose este comportamiento diferencial por el menor apalancamiento de estas en períodos recientes, asociado, en parte, a las mayores exigencias de capital de la nueva regulación. Aun así, el ROE se situaba por encima del 10 % en este grupo de países, en 2016, frente al 5 % en España. En términos del activo, entre 2007 y 2016, el margen de intereses y los ingresos operativos totales evolucionan de forma similar en España y en el promedio de los cinco países con rentabilidades mayores. En cambio, los gastos de explotación y las pérdidas por deterioro evolucionaron peor en nuestro país¹⁴. Lo primero está relacionado con el proceso de ajuste de capacidad, y lo segundo, con las consecuencias de la crisis. Ambos aspectos se tratan con mayor detalle más adelante.

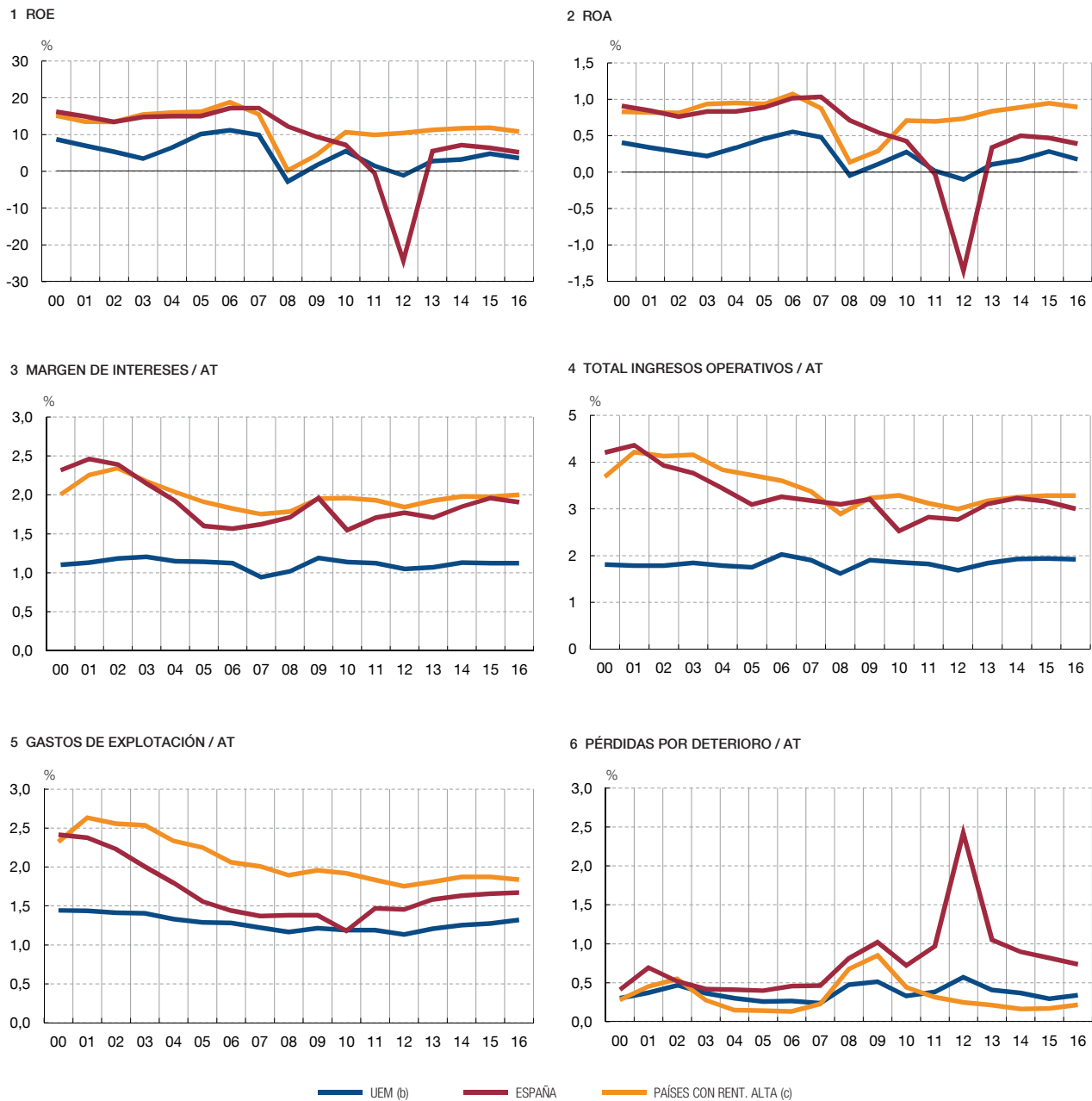
Por otra parte, el impacto de la crisis ha sido más intenso en las entidades cuyo negocio se centra en España (véase gráfico 2.6). La actividad de los bancos españoles en el extranjero continuó expandiéndose durante esos años, mientras se contraía la realizada en España. Esta actividad, no obstante, se concentra en un número muy reducido de entidades. En concreto, en diciembre de 2017, tan solo cuatro grupos representaban más del 99 % de la exposición internacional total, y el grueso seguía correspondiendo a los dos mayores. Para estas entidades, el negocio internacional ha supuesto una valiosa fuente de diversificación de riesgos durante la crisis, lo que no significa que no existan también retos en este segmento de negocio¹⁵.

El tipo de negocio internacional de las entidades españolas les ha permitido resistir los efectos de la crisis mejor que otros sistemas bancarios europeos. La crisis ha afectado especialmente al negocio internacional realizado y financiado desde los países de origen, que había crecido fuertemente en los años anteriores, especialmente en Europa. La crisis financiera y el endurecimiento de la regulación han llevado a muchas

14 En la comparación, hay que tener en cuenta que algunas diferencias, sobre todo en los niveles de determinadas series, pueden deberse a diferencias regulatorias y en los modelos de negocio predominantes en unos países y otros. Asimismo, las medias de países esconden, lógicamente, comportamientos más volátiles de países concretos.

15 Véase I. Argimón (2017), *Decentralized multinational banks and risk taking: the Spanish experience in the crisis*, Documentos de Trabajo, n.º 1749, Banco de España.

Comparando España con cinco países desarrollados cuyos sistemas bancarios mostraron rentabilidades en 2015-2016 superiores al 9 %, se observa que, desde 2007 y en porcentaje del activo, los ingresos de las entidades españolas no parecen evolucionar peor que la media de esos cinco países. En cambio, los gastos de explotación y las pérdidas por deterioro evolucionan claramente peor en nuestro país.



FUENTES: Banco de Pagos Internacionales y Banco de España.

- a Los datos están tomados del informe del Comité para el Sistema Financiero Global del Banco de Pagos Internacionales, titulado *Structural changes in banking after the crisis*.
- b Media ponderada de los países disponibles.
- c Promedio de los países con ROE en 2015-2016 superior al 9 % (Australia, Bélgica, Canadá, Estados Unidos y Suecia).

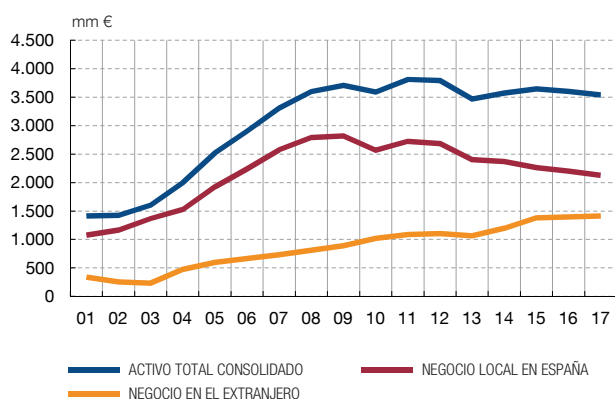
[Descargar](#)

entidades a reevaluar su actividad internacional, reduciéndola y concentrándola en sus mercados principales¹⁶. El negocio de las entidades españolas, en cambio, se basaba

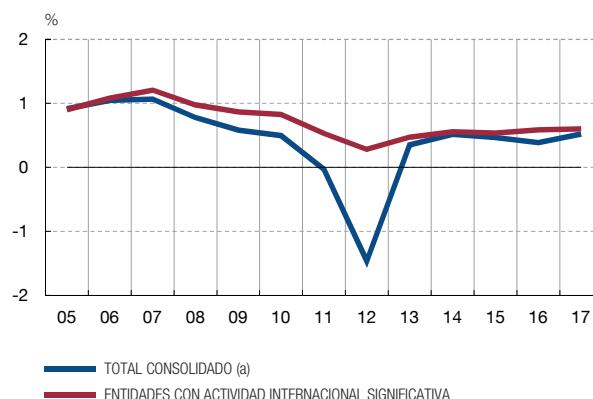
¹⁶ Véase R. N. McCauley, A. Bénétrix, P. McGuire y P. von Goetz (2017), *Financial deglobalization in banking?*, Documentos de Trabajo, n.º 650, Banco de Pagos Internacionales.

La actividad de las entidades españolas en el extranjero continuó expandiéndose durante la crisis, mientras que se contraía la realizada en España. Para el reducido número de entidades que concentran ese negocio en el extranjero, este ha supuesto una valiosa fuente de ingresos durante la crisis.

1 CONTRACCIÓN DEL NEGOCIO LOCAL Y EXPANSIÓN DE LA ACTIVIDAD EN EL EXTRANJERO



2 DIFERENTE COMPORTAMIENTO DE LA RENTABILIDAD (ROA) EN ESPAÑA Y EN EL EXTRANJERO



FUENTES: Asociación Española de Banca y Banco de España.

a Los datos de 2017 no reflejan las pérdidas del Banco Popular Español en la primera mitad de ese año. Incluyéndolas, el ROA en 2017 hubiera sido del 0,09 %.



mayoritariamente en actividades realizadas a través de filiales, en gran medida en mercados emergentes, y que se financiaban mayoritariamente en moneda local. Por su propia naturaleza, este tipo de negocio está menos expuesto a tensiones en los mercados globales de financiación, como las ocurridas durante la crisis¹⁷. Tras las adquisiciones realizadas durante la crisis, la actividad externa de las entidades españolas se reparte principalmente entre el Reino Unido, Latinoamérica y Estados Unidos.

Dada la concentración del negocio internacional en muy pocas entidades y su mejor comportamiento reciente, el resto de esta sección se centra en la actividad bancaria en España. De esta forma, se evita que las conclusiones del análisis se vean afectadas por la importante actividad en el exterior de los dos mayores grupos bancarios nacionales, que, a nivel consolidado, siguió ganando peso en 2017, hasta el punto de suponer el 36 % del activo total del sector.

3.2 LOS PRINCIPALES FACTORES DETERMINANTES DE LA BAJA RENTABILIDAD

Hay múltiples factores que contribuyen a explicar la baja rentabilidad del sector bancario en España. Algunos son cíclicos y otros son de naturaleza más estructural. Parte de ellos son comunes a otros sistemas bancarios, mientras que otros son más específicos de nuestro país. Entre los factores potencialmente más relevantes en España, cabe destacar el impacto de la morosidad, la contracción de la actividad local y los bajos tipos de interés. Cada uno de estos se analiza con mayor detalle en los siguientes epígrafes. El endurecimiento de la regulación bancaria (como se detalla más adelante, en la sección 4) también afecta a la rentabilidad de determinadas actividades y obliga a las entidades a reajustar su estructura de negocio. Algunas actividades deben transformarse, y los medios utilizados para su provisión, reajustarse adecuadamente, lo que no siempre es un proceso exento de

17 La evidencia reciente apunta a un cierto desplazamiento hacia este tipo de modelo en general. Véanse, por ejemplo, FMI (2015), «International banking after the crisis: increasingly local and safer?», *Global Financial Stability Report*, abril, y L. Gambacorta, S. Schiaffi y A. Van Rixtel (2017), *Changing business models in international bank funding*, Documentos de Trabajo, n.º 1736, Banco de Pagos Internacionales.

fricciones¹⁸. En cualquier caso, como se ha visto, existen sistemas bancarios con rentabilidades que, aunque inferiores a las anteriores a la crisis, son relativamente altas, a pesar del contexto actual de regulación más estricta, lo que indica que esa transformación es posible y que este factor no puede considerarse un determinante fundamental de la baja rentabilidad actual en España.

Asimismo, la rentabilidad depende de características específicas del negocio de cada entidad. Esto explica que dentro de cada país coexistan bancos con resultados muy distintos. El recuadro 2.2 analiza los determinantes de la rentabilidad desde un punto de vista microeconómico, encontrando que variables como el tamaño, la solvencia, la eficiencia o la calidad del activo contribuyen también a explicar las diferencias entre unas entidades y otras.

3.2.1 El impacto de la morosidad

El deterioro de la calidad crediticia del activo afecta a la cuenta de resultados de las entidades de crédito por una doble vía. Por un lado, el aumento de la morosidad reduce los ingresos por intereses percibidos. Por otro, la mayor probabilidad de impago implica un menor valor presente del activo. Este último es, sin duda, el efecto principal y explica en gran medida la evolución coyuntural de los resultados de las entidades. Con datos del negocio en España y en porcentaje del activo, la correlación entre las pérdidas por deterioro y el beneficio neto es de $-0,97$, lo que indica hasta qué punto la rentabilidad de las entidades de crédito es dependiente de estos resultados¹⁹.

Las pérdidas por deterioro del activo alcanzaron su máximo en 2012 y se han moderado posteriormente, pero sin recuperar los niveles previos a la crisis. El gráfico 2.7.1 muestra cómo dichas pérdidas consumieron la mitad del resultado de explotación antes de la aplicación de estas y de otras dotaciones a provisiones, en 2016, y el grueso del resultado de explotación, en 2017, lo que contrasta con los valores en torno al 25 % de los años previos a la crisis. En términos del activo, dichas pérdidas fueron el doble en 2015-2017 que en 2003-2005. De haberse mantenido iguales a las de este segundo trienio, el ROE en el negocio local de las entidades españolas en los últimos años hubiera sido del 5,2 %, en lugar del 1,7 % observado. Por último, el gráfico 2.7.2 muestra cómo, en términos del PIB, el descenso del beneficio neto del negocio en España, entre los dos períodos trienales señalados anteriormente, se explica fundamentalmente por las pérdidas por deterioro²⁰. Por el contrario, el margen de explotación apenas varió, en porcentaje del PIB, y las otras partidas que contribuyen a la caída de los beneficios son los otros resultados netos y la amortización del activo intangible, mientras que los menores impuestos habrían compensado en parte esos resultados negativos.

La evolución temporal de las pérdidas por deterioro está relacionada directamente con el nivel de activos dudosos y adjudicados, pero también con el volumen de provisiones. Un nivel elevado pero decreciente de activos dudosos, como el actual en España, no tiene por qué anticipar necesariamente pérdidas futuras adicionales si esos activos están suficientemente provisionados. En ese sentido, el saneamiento, en 2017, del balance

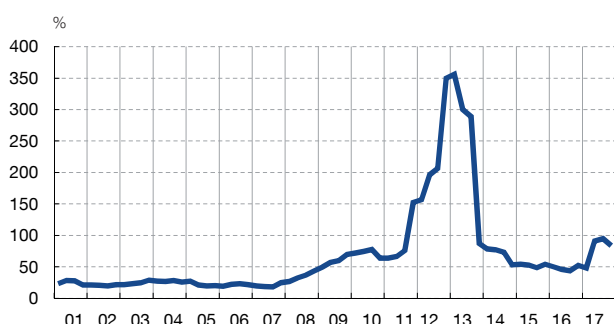
18 En el documento *Structural changes in banking after the crisis*, del Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) del BPI, se muestra cómo las entidades operan ahora con mayores niveles de capital (lo que implica ratios de apalancamiento más bajas), menor volumen de actividad en determinados mercados con productos complejos y de mayor riesgo, y descensos en el recurso a la financiación mayorista, especialmente a corto plazo.

19 Incluso si se excluyen los años 2011 y 2012, la correlación seguiría siendo muy elevada, de $-0,78$. A nivel consolidado la correlación es de $-0,92$, en el período 2001-2017.

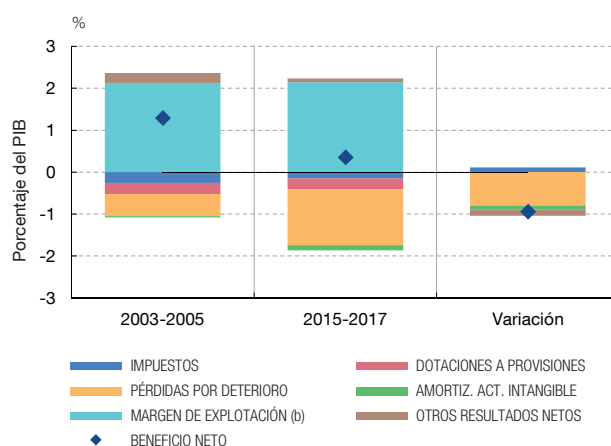
20 La normalización por el PIB controla por el impacto de la propia crisis sobre el nivel de activo y de patrimonio neto, que son las dos variables utilizadas habitualmente para evaluar la rentabilidad de los bancos.

Las principales diferencias, en la cuenta de resultados del negocio en España de las entidades de crédito, respecto de la situación previa a la crisis se encuentran en las partidas por debajo del margen de explotación, que recogen el impacto de la crisis sobre las pérdidas por deterioro y otros gastos extraordinarios.

1 PÉRDIDAS POR DETERIORO EN PORCENTAJE DEL MARGEN DE EXPLOTACIÓN (b)



2 DESGLOSE DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS



FUENTE: Banco de España.

- a Cuenta de pérdidas y ganancias individual. Negocios en España.
- b Margen bruto menos gastos de explotación, excluyendo las partidas con resultados extraordinarios durante la crisis, como son las contribuciones al Fondo de Garantía de Depósitos, las indemnizaciones por despido y la amortización del activo intangible.

[Descargar](#)

del Banco Popular Español y otras medidas similares tomadas durante ese año, han elevado la calidad crediticia del activo del sector. En septiembre de 2017, la ratio de cobertura de los créditos dudosos al sector privado residente en España ascendía al 41 %, ligeramente por debajo de la media europea. Esa ratio se eleva considerablemente, hasta el 87 %, si se considera también el valor del colateral de los préstamos.

3.2.2 La contracción en el volumen de actividad y los costes de explotación

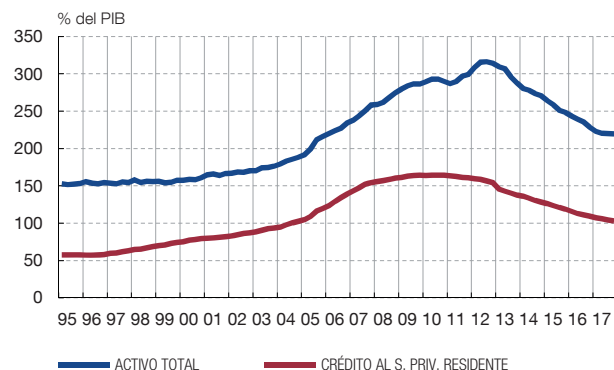
La crisis puso de manifiesto la insostenibilidad del fuerte crecimiento previo del crédito en España y desencadenó un intenso proceso de corrección. Entre 2000 y 2008, los activos totales y el crédito bancario a la clientela en nuestro país, en porcentaje del PIB, se elevaron en 107 pp y 81 pp, respectivamente, hasta el 266 % y 158 %. Desde entonces, ambos han corregido una buena parte del ascenso anterior (véase gráfico 2.8.1).

Durante la fase de expansión, los ingresos bancarios crecieron fuertemente, superando el avance de los gastos. La elevada demanda de crédito bancario impulsó los ingresos netos por intereses, que prácticamente se duplicaron, entre 2000 y 2008, al mismo tiempo que los otros ingresos operativos (comisiones, resultados por operaciones financieras, etc.) se elevaron también en igual o incluso mayor medida. Como resultado de todo ello, el conjunto de ingresos operativos llegó a superar el 6 % del PIB, más de un punto porcentual por encima de los niveles de comienzos de siglo (véase gráfico 2.8.2). En este contexto, las entidades expandieron también su capacidad instalada, aumentando su número de oficinas y empleados en un 17 % y un 14 %, respectivamente. El conjunto de los gastos de explotación se elevó más del 50 %, pero menos que los ingresos, resultando en una mejora notable de la eficiencia operativa de las entidades.

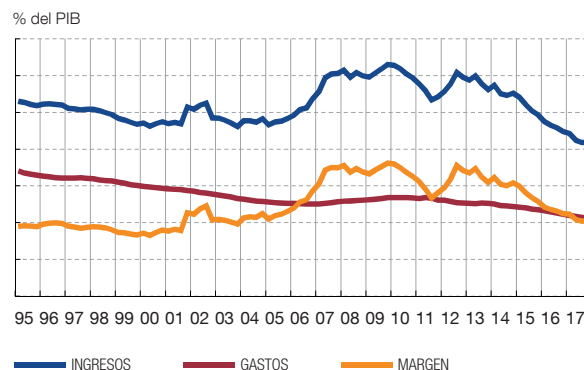
La corrección del nivel de crédito, tras el estallido de la crisis, desató un proceso de fuerte reducción de los ingresos. El margen de intereses se vio particularmente afectado por la caída del crédito y del activo total, así como por el descenso de los tipos de interés.

La crisis puso de manifiesto la insostenibilidad del fuerte crecimiento previo del crédito y propició una corrección, que todavía continúa y que se trasladó también a los ingresos del sector bancario en España. Pese al fuerte ajuste simultáneo de empleo y número de oficinas, los gastos de explotación se han reducido en mucha menor medida, en parte por el incremento de algunas partidas ligadas principalmente a los nuevos desarrollos tecnológicos.

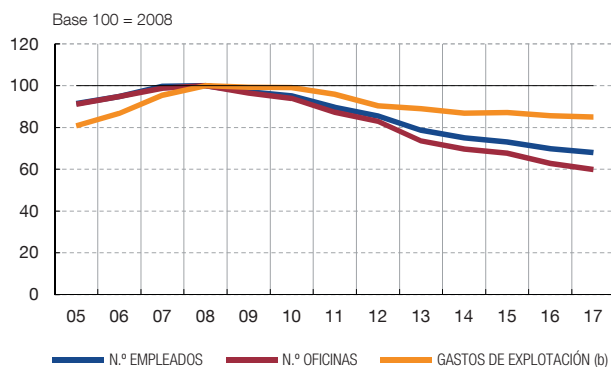
1 FUERTE EXPANSIÓN Y POSTERIOR CORRECCIÓN DEL VOLUMEN DE ACTIVIDAD



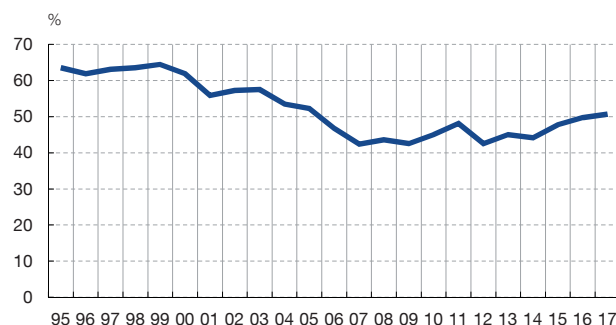
2 EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN (b)



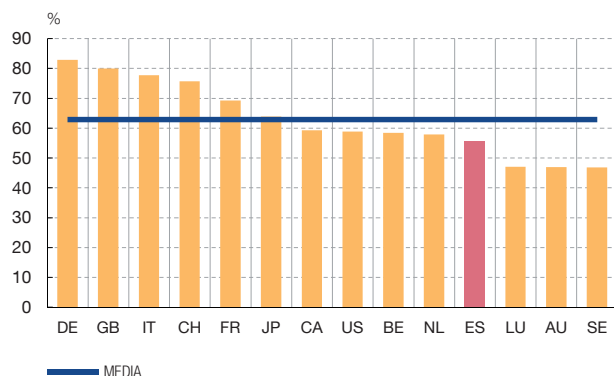
3 AJUSTE DE CAPACIDAD DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO EN ESPAÑA



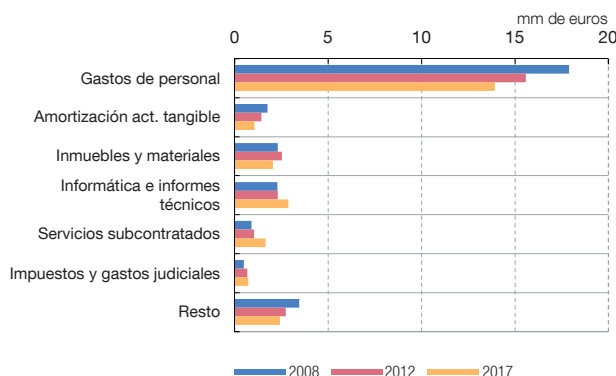
4 RATIO DE EFICIENCIA DEL NEGOCIO EN ESPAÑA (c)



5 COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LA RATIO DE EFICIENCIA EN 2016 (d)



6 DETALLE DE LOS GASTOS DE EXPLOTACIÓN (b)



FUENTES: Banco de Pagos Internacionales, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Balances y cuentas de resultados individuales. Negocio en España.
- b Ingresos y gastos de explotación, excluyendo las partidas con resultados extraordinarios durante la crisis, como son las contribuciones al Fondo de Garantía de Depósitos, las indemnizaciones por despido y la amortización del activo intangible.
- c Gastos de explotación sobre ingresos o margen bruto, excluyendo partidas con resultados extraordinarios durante la crisis.
- d Datos consolidados del informe del CGFS del Banco de Pagos Internacionales *Structural changes in banking after the crisis*.

[Descargar](#)

Otras fuentes de ingresos también evolucionaron negativamente. Las comisiones netas, por ejemplo, disminuyeron un 20 % entre 2007 y 2013, influidas por el descenso de las relacionadas con los servicios de cobros y pagos²¹. Ante la caída de los ingresos, las entidades españolas acometieron un importante ajuste de su capacidad productiva, favorecido por el simultáneo proceso de concentración. En conjunto, estas han recortado su red de oficinas, en un 40 %, y de empleados, en un 32 %, con respecto de los máximos alcanzados en 2008 (véase gráfico 2.8.3). Sin embargo, sus gastos de explotación, en el negocio en España, se han reducido tan solo un 15 %²², frente al 30 % de los ingresos.

La resistencia a la baja de los gastos de explotación se debe en parte a la existencia de algunos costes fijos y en parte también al comportamiento expansivo de algunas partidas. La existencia de costes fijos se refleja en el comportamiento procíclico de la ratio de eficiencia (costes en proporción de los ingresos), claramente visible en el gráfico 2.8.4. En todo caso, a nivel consolidado, las entidades españolas continuaban comparándose favorablemente con la mayoría de sus homólogas en otros países desarrollados (véase gráfico 2.8.5). Por otra parte, un análisis desagregado de los componentes de los gastos de explotación muestra cómo, si bien los gastos de personal y las amortizaciones de activos tangibles se han reducido en un 22 % y un 40 %, respectivamente, los otros gastos de administración (cuantitativamente inferiores a los de personal) incluso se han incrementado ligeramente, entre 2008 y 2017, y solo en los dos últimos años han iniciado una senda a la baja. Esto responde al comportamiento heterogéneo de las distintas partidas que los componen (véase gráfico 2.8.6). En particular, se observan aumentos en los gastos de informática e informes técnicos, impuestos y gastos judiciales²³, y especialmente en los servicios subcontratados, que casi se duplican.

A corto y medio plazo, no cabe esperar un retorno a los elevados saldos de crédito bancario registrados durante la anterior expansión, por lo que las entidades deberán perseverar en la búsqueda de fuentes alternativas de ingresos y en el control de sus costes. El recuadro 2.3 presenta un análisis de los determinantes del endeudamiento de los hogares y sociedades no financieras españoles. Las conclusiones son que algunos de los factores que explicaron el aumento de la deuda en los primeros años del presente siglo (la evolución demográfica, el fuerte crecimiento del precio de la vivienda y la intensa expansión de la inversión inmobiliaria) probablemente actúen en mucha menor medida o incluso en sentido contrario en los próximos años. En ese contexto, no cabe esperar, en el corto y medio plazo, una vuelta a los niveles de ingresos registrados durante la fase previa a la última crisis, por lo que los gastos y la estructura de negocio deben adaptarse también a ese nuevo entorno. Ello podría requerir, en algunos casos, avances adicionales en el proceso de consolidación, que contribuyan a acelerar el ajuste de la estructura de costes de las entidades, a nivel doméstico y/o entre entidades de la UE, y sin que ello suponga una reducción del grado de competencia del sector.

3.2.3 Los bajos tipos de interés

La existencia de tipos de interés bajos, e incluso negativos, tiene efectos contrapuestos sobre la rentabilidad de los bancos. Hay que tener en cuenta que los reducidos niveles de

21 El comportamiento fuertemente cíclico de estas comisiones se debe a las relacionadas con tarjetas de crédito y débito, que suponen actualmente el 40 % de dichas comisiones y que registraron un aumento del 63 %, entre 2000 y 2007, y una posterior caída, del 47 %, de 2007 a 2015.

22 Los gastos de explotación que se muestran no incluyen ni indemnizaciones por despidos ni amortización del activo intangible, dos partidas que han tenido un comportamiento excepcionalmente expansivo durante la crisis, por lo que su evolución no se considera representativa de los costes operativos normales de las entidades.

23 Esto no incluye gastos derivados del cumplimiento de sentencias judiciales sobre cláusulas suelo y similares, que se reflejan en el margen de intereses.

los tipos de interés son consecuencia, en buena medida, de una política monetaria que reacciona al entorno de bajo crecimiento e inflación. En ese contexto, estas medidas deberían tener un impacto favorable sobre la actividad económica y, consiguientemente, sobre la demanda de crédito y de otros servicios bancarios, así como sobre el valor de los activos y el volumen de las pérdidas por impagos de los bancos. Estos últimos, se reducen, no solo por la menor carga de la deuda que implican los tipos de interés más bajos (especialmente en los países con predominio de préstamos a tipo de interés variable, como España), sino también por los efectos expansivos sobre el PIB y el empleo, las rentas de los agentes y el valor de los activos de garantía. No cabe duda de que una política monetaria menos acomodaticia hubiera dificultado lograr la actual recuperación económica, que es la que está permitiendo a las entidades de crédito recuperar niveles más reducidos de morosidad y rentabilidades positivas. Por otro lado, en un contexto en el que existe una fuerte resistencia a la hora de introducir remuneraciones negativas sobre los depósitos, descensos en los tipos de interés tienden a contraer el margen de intereses neto por unidad de activo. Aunque este efecto puede compensarse, parcial y temporalmente, con las ganancias de capital derivadas del aumento del valor de algunos activos en un contexto de bajos tipos de interés, por debajo de un determinado umbral (*reversal rate*) el impacto neto sería negativo²⁴. En los países en los que predominan los créditos a tipo fijo, las políticas monetarias no convencionales del Euro-sistema tienen adicionalmente efectos negativos, a medio y largo plazo, a través del aplanamiento de la curva de tipos. No obstante, esto es menos relevante en España debido al predominio de los préstamos a tipo de interés variable.

Los resultados de las estimaciones disponibles sobre el efecto neto de los tipos de interés sobre la rentabilidad bancaria no son concluyentes. Algunos trabajos muestran un impacto neto negativo²⁵. En cambio, otros trabajos encuentran que ese resultado desaparece cuando se considera el efecto de variables que capturan las expectativas sobre el crecimiento económico, la inflación y el riesgo de impago de los prestatarios²⁶. Las estimaciones del BCE apuntan igualmente a que los distintos efectos contrapuestos han tendido a anularse entre sí, tanto en el conjunto de la UEM como en España y en el resto de las grandes economías del área²⁷. Un trabajo reciente sobre esta cuestión, que utiliza datos procedentes de bancos del área del euro, revela que las entidades que reconocen un mayor impacto negativo sobre sus márgenes de intermediación procedente de los tipos negativos aplicados por el BCE a su facilidad marginal de depósito son aquellos que, en general, presentan un nivel de capitalización más bajo y, por tanto, tienen una menor capacidad de asunción de nuevos riesgos con los que compensar el efecto contractivo de los tipos negativos sobre sus márgenes de intermediación unitarios²⁸.

Una comparación internacional de las rentabilidades actuales de distintos sistemas bancarios apuntaría a que los efectos vía cantidades pueden ser más importantes que los efectos vía precios. Como se muestra en el gráfico 2.9.1, solo los países en los

24 Véase M. K. Brunnermeier y Y. Koby (2018), *The reversal interest rate*, mimeo. Este modelo, no obstante, no tiene en cuenta los efectos sobre la morosidad y el volumen de crédito mencionados anteriormente.

25 Véanse, por ejemplo, C. Borio, L. Gambacorta y B. Hofmann (2017), «The influence of monetary policy on bank profitability», *International Finance*, 20, primavera, pp. 48-63, y S. Claessens, N. Coleman y M. Donnelly (2017), «'Low-for-long' interest rates and banks' interest margins and profitability: cross-country evidence», *International Finance Discussion Paper*, n.º 1197, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

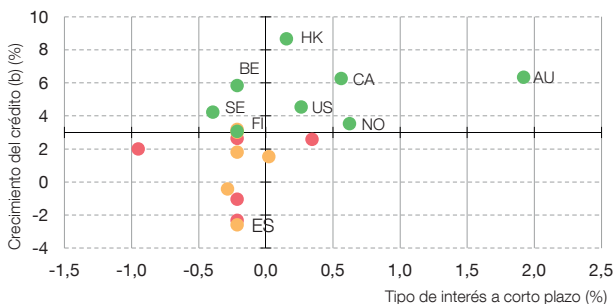
26 C. Altavilla, M. Boucinha y J. L. Peydró (2017), *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment*, Documentos de Trabajo, n.º 2105, Banco Central Europeo. En este mismo trabajo se obtienen también resultados netos nulos en un modelo BVAR y positivos en la respuesta del valor en Bolsa de los bancos ante sorpresas expansivas de política monetaria en el área del euro.

27 Véase Banco Central Europeo, *Informe Anual, 2017*.

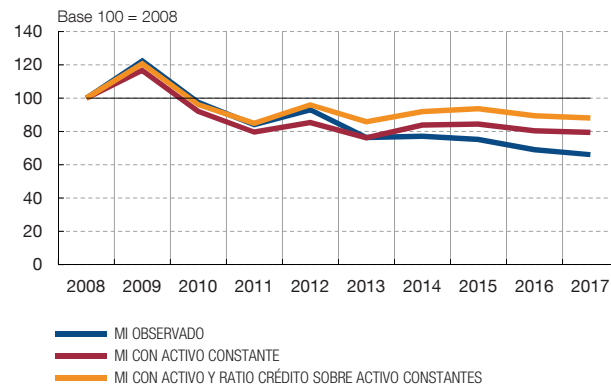
28 Véase Ó. Arce, M. García-Posada, S. Mayordomo y S. Ongena (2018), *Adapting lending policies when negative interest rates hit banks' profits*, de próxima publicación.

En España, la caída del margen de intereses de las entidades de crédito desde 2008 se debe en mayor medida a la reducción del volumen de actividad que a la contracción de los márgenes unitarios, en un contexto en el que los tipos de interés de las nuevas operaciones y del saldo vivo del crédito han registrado descensos inferiores a los de los tipos de interés de mercado.

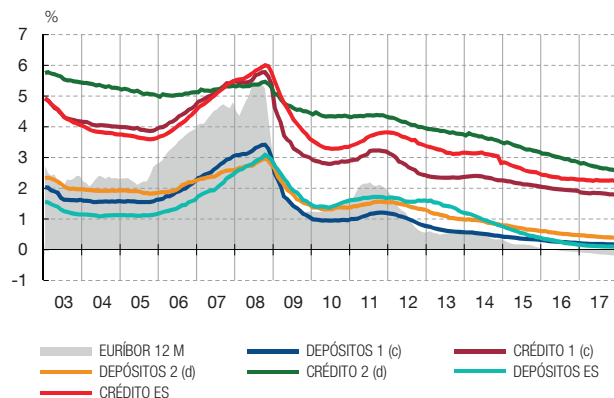
1 LOS PAÍSES CON TIPOS DE INTERÉS BAJOS PERO MAYOR CRECIMIENTO DEL CRÉDITO MUESTRAN RENTABILIDADES DE LOS BANCOS ALTAS (a)



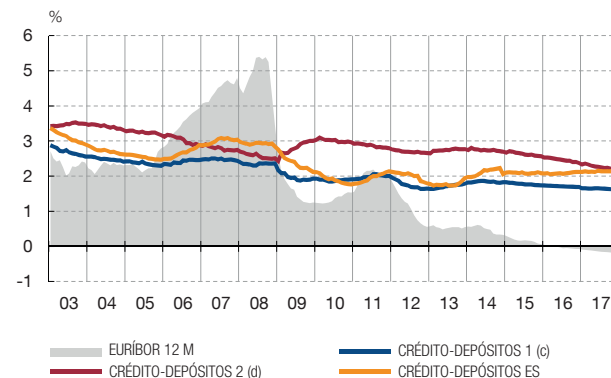
2 DOS TERCIOS DE LA CAÍDA DEL MARGEN DE INTERESES EN ESPAÑA SE DEBEN A LA CONTRACCIÓN DEL ACTIVO Y DEL CRÉDITO



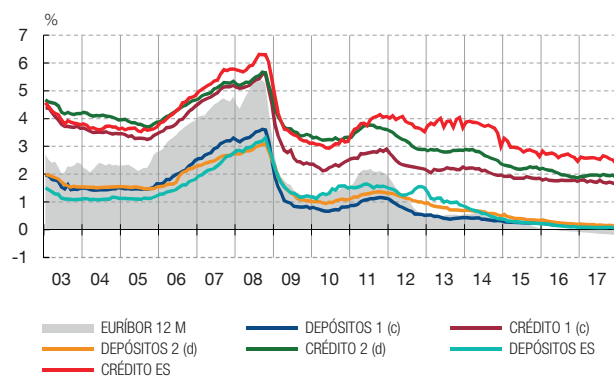
3 LA ESTRUCTURA DE TIPOS (FIJOS O VARIABLES) DETERMINA LA DINÁMICA DE LA RESPUESTA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS SALDOS VIVOS



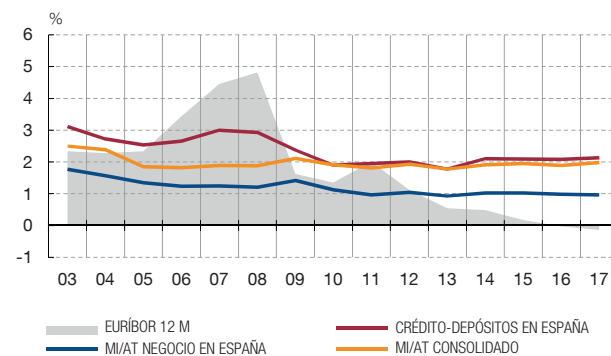
4 LO QUE AFECTA TAMBIÉN AL MARGEN UNITARIO CRÉDITO-DEPÓSITO



5 DESCENSO LIMITADO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO EN ESPAÑA



6 RELATIVA ESTABILIDAD DE LOS MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN EN ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS



FUENTES: Banco de Pagos Internacionales, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Comparación internacional de los promedios en 2015-2016, para 19 países desarrollados (Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, España, Finlandia, Francia, Países Bajos, Hong Kong, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza), obtenidos del informe del Comité para el Sistema Financiero Global del Banco de Pagos Internacionales, titulado *Structural changes in banking after the crisis*. El color rojo indica un ROE inferior al 4%; el amarillo, entre el 4% y el 9%, y el verde, superior al 9%.
- b Crédito total (bancario y no bancario) al sector privado no financiero.
- c Países con predominio del crédito a tipo variable (Austria, Finlandia y Luxemburgo).
- d Países con predominio del crédito a tipo fijo (Alemania, Francia, Países Bajos y Bélgica).

Descargar

que la financiación total al sector privado (préstamos bancarios y valores de renta fija) crecía al menos un 3%, presentaban rentabilidades sobre los recursos propios de sus sistemas bancarios superiores al 9% en 2015-2016, a pesar de los tipos de interés negativos (como en Bélgica, Suecia o Finlandia) o muy bajos (como en Hong Kong, Estados Unidos, Canadá o Noruega). En ese mismo sentido, el gráfico 2.9.2 muestra cómo, en España, dos tercios de la caída del margen de intereses de las entidades de depósito, entre 2008 y 2017, se deben, no al descenso de los márgenes unitarios, sino a la contracción del activo y al cambio de composición de este, con un menor peso del crédito tras la crisis²⁹.

En cualquier caso, las contestaciones de las entidades españolas y europeas a la pregunta específica al respecto, de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Eurosistema, confirman que los tipos de interés bajos afectan negativamente a sus ingresos netos por intereses, vía estrechamiento de los márgenes unitarios³⁰. La información cuantitativa es consistente con este resultado, si bien el efecto precio habría sido moderado como consecuencia de la traslación parcial de los descensos de tipos de interés de mercado a los del crédito bancario (véanse gráficos 2.9.3 a 2.9.6). Así, aunque el cero ha actuado efectivamente como un suelo para la remuneración media de los depósitos, este efecto negativo sobre el margen ha tendido a compensarse con una también menor traslación, en general, de los movimientos de mercado al tipo de interés del crédito. En el caso de España, en particular, este último se redujo en 1,7 pp, en términos de nuevas operaciones, y 2 pp, en saldos vivos, desde el período previo a la crisis (promedio de 2003-2007) hasta 2017, frente a los 3,1 pp de descenso en los tipos de interés de referencia³¹. Esto se ha traducido en una relativa estabilidad de los márgenes de intermediación unitarios en España en los últimos años, tanto a nivel local como consolidado (véase gráfico 2.9.6). En la medida en que la resistencia de los bancos a recortar sus márgenes explique parte de la contracción del crédito en nuestro país, los bajos tipos de interés habrían contribuido también, de esta forma indirecta, a la disminución del margen de intermediación. Sin embargo, el hecho de que las empresas que disponen de fuentes alternativas de financiación hayan hecho un uso limitado de estas no parece indicar la existencia de una demanda importante expulsada por unos tipos de interés del crédito bancario relativamente elevados.

En definitiva, el efecto neto global de los reducidos niveles de los tipos de interés sobre la rentabilidad bancaria parece haber sido comparativamente menor, en relación con los otros factores analizados, si bien los tipos bajos han ejercido una presión negativa sobre los márgenes de intermediación. Ahora bien, el mantenimiento de tipos de interés muy bajos durante un período prolongado, en un contexto en el que este estímulo monetario no se traduce en una prolongación de la recuperación de la economía y de la demanda de crédito, podría acabar haciendo que los efectos negativos sobre los ingresos de las entidades terminen por predominar sobre los impactos positivos.

29 Véase también J. Martínez (2017), «El margen de intereses de las entidades de depósito españolas y los bajos tipos de interés», *Boletín Económico*, 3/2017, Banco de España.

30 Véase, por ejemplo, I. Roibás (2017), «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2017», *Boletín Económico*, 4/2017, Banco de España. En cambio, otras medidas de política monetaria, como las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y el programa ampliado de compra de activos del Eurosistema, habrían tenido un impacto positivo, según las entidades, sobre su rentabilidad.

31 Aunque los bancos españoles enfrentaron una importante caída del rendimiento medio de su cartera de préstamos hipotecarios a los hogares (de 2,7 pp) como consecuencia del predominio de los tipos de interés referenciados al euríbor a doce meses, en las carteras de créditos a sociedades no financieras y a hogares para consumo y otros fines los descensos fueron claramente inferiores (1,9 pp y 0,4 pp, respectivamente).

La crisis financiera global iniciada en 2008 generó una respuesta regulatoria amplia, que incluyó el reforzamiento de los estándares de solvencia y la introducción de requerimientos de liquidez y resolución. El conjunto de normas identificado como Basilea III recoge el consenso internacional sobre la reforma de la regulación bancaria posterior a la crisis. La primera fase de reformas de Basilea III, diseñada entre 2010 y 2011, se centró en el aumento de la cantidad y la mejora de la calidad del capital bancario, la inclusión de instrumentos macroprudenciales y el desarrollo de estándares de liquidez y límites a la exposición de contraparte³². Basilea III introdujo también nuevos requisitos de liquidez a corto (30 días) y medio plazo (un año), basados en las medidas de ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) y ratio de financiación estable (NSFR, por sus siglas en inglés). Estas medidas exigen un volumen mínimo de activos líquidos (como, por ejemplo, los valores representativos de deuda soberana) con respecto a las necesidades de financiación calculadas en escenarios de tensión, para el plazo correspondiente. En el ámbito de la resolución, la directiva europea al respecto (BRRD, por sus siglas en inglés, Directiva 2014/59/UE) y el Reglamento del Mecanismo Único de Resolución (SRMR, por sus siglas en inglés, Reglamento UE 806/2014) establecen un marco común en la UE, que busca delimitar con precisión las circunstancias en las que a las entidades bancarias con dificultades financieras les corresponden procesos de liquidación o de resolución, definiendo la autoridad responsable, la Junta Europea de Resolución, las características de estos últimos procesos. Asimismo, se establece un principio de separación entre autoridades supervisoras y de resolución y se define de forma explícita la responsabilidad patrimonial de los inversores en entidades bancarias, eliminando la incertidumbre preexistente creada por un sistema de garantías públicas implícitas³³.

Los requisitos de la primera fase de Basilea III serán efectivos en su práctica totalidad al final de 2019. En 2018, los colchones de capital adicionales al requerimiento básico del pilar 1 se encuentran a un 75 % de su valor definitivo, mientras que las deducciones de recursos propios sujetas a calendario transitorio se aplicarán al 100 %. El requisito de LCR era del 80 %, en 2017, y 90 %, en 2018, y el de NSFR se ha convertido en exigible, con un nivel mínimo del 100 %, este mismo año³⁴.

En España, estas medidas están favoreciendo una mejoría significativa de los indicadores de solvencia de las entidades de crédito españolas. Como se observa en el gráfico 2.10, en el período de expansión previo a la crisis (2000-2007), el capital y los activos ponderados por riesgo (APR) aumentaron de forma sostenida, manteniéndose estables los ratios de capital total y de primer nivel. Con posterioridad a 2007, en línea con los mayores requisitos regulatorios, el capital aumentó de forma más rápida que los APR, que mostraron una evolución estable o decreciente, dando lugar a un incremento de los ratios de solvencia regulatorias³⁵. La evidencia disponible indica que los beneficios de elevar las

32 Esta primera ronda de reformas se incorporó a la legislación española a través de la Ley 10/2014, el Real Decreto-ley 84/2015 y la Circular del Banco de España 2/2016.

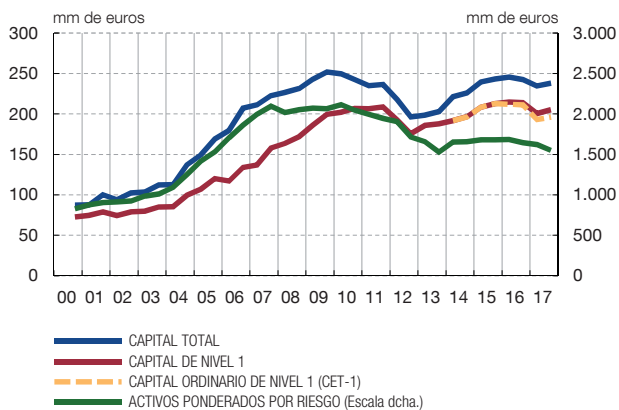
33 Esta normativa europea se traspuso a la legislación nacional en 2015 mediante la Ley 11/2015 y el Real Decreto 1012/2015, aunque la respuesta regulatoria nacional a la crisis ya contenía cambios relevantes en esta área, previos a la aprobación de la BRRD y el SRMR, incluyendo la creación del Fondo de Resolución Ordenada Bancaria (autoridad de resolución nacional) y la reforma de los fondos de garantía de depósitos, entre otras medidas.

34 Un estudio de la Autoridad Bancaria Europea (ABE), para una muestra de 144 bancos de la UE, revela que, a diciembre de 2016, la ratio NSFR media era del 112 %. Un 88 % de las entidades consideradas cumplían con el mínimo del 100 % y, para las que no lo hacían, el déficit era de 116 mm de euros, equivalente a un 4,6 % de su activo, véase *CRD IV – CRR/Basel III monitoring exercise results based on data as of 31 December 2016*, 12 de septiembre de 2017.

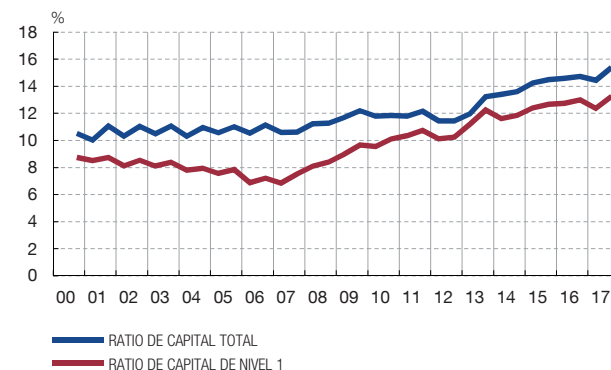
35 En 2012, los reales decretos-ley 2/2012 y 8/2012 endurecieron las normas de provisión para exposiciones inmobiliarias, impactando de forma negativa y material en los beneficios y el capital del sistema bancario español.

Las entidades de crédito españolas han reforzado notablemente su solvencia desde el inicio de la crisis. A cierre de 2017, las ratios de capital de máxima calidad y de activos líquidos a corto plazo se situaban materialmente por encima de los requisitos regulatorios mínimos en ambos casos, pero por debajo de la media europea en el primer caso.

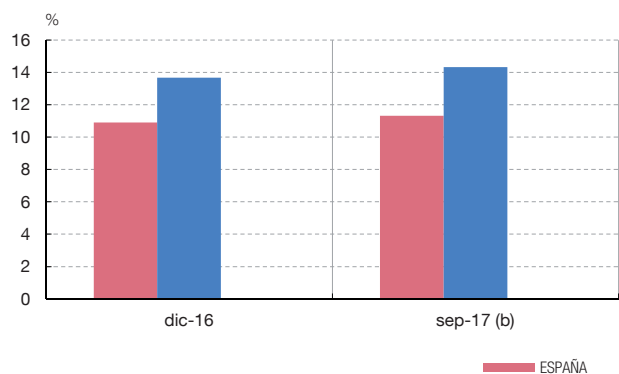
1 CAÍDA DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO Y AUMENTO DEL CAPITAL DESDE EL INICIO DE LA CRISIS



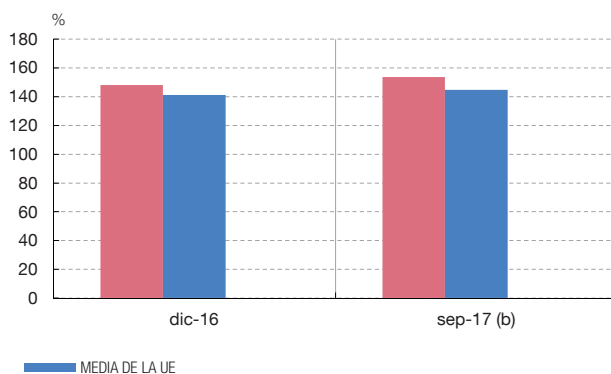
2 AUMENTO DE LAS RATIOS DE CAPITAL REGULATORIO



3 RATIO DE CAPITAL CET-1 FULLY-LOADED (a)



4 RATIO DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO (LCR)



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea y Banco de España.

- a Aplicando las normas definitivas de Basilea III, en vigor a partir de 2019.
- b Último dato disponible para la media de la UE.

[Descargar](#)

ratios de capital con respecto de la situación previa a la crisis, en términos de menor riesgo y volatilidad del sector financiero, exceden con claridad a sus costes, derivados de una menor disponibilidad de crédito³⁶. En relación con otros países europeos (véase gráfico 2.10.3), la ratio de capital de máxima calidad³⁷ de las entidades españolas significativas se situaba, en septiembre de 2017, en el 11,3 %, un nivel claramente superior al mínimo regulatorio, pero inferior al 14,3 % de la media de entidades significativas monitorizadas por la Autoridad Bancaria Europea (ABE)³⁸. Existe naturalmente heterogeneidad en el nivel de solvencia de la muestra de entidades españolas, pero el exceso de capital sobre el mínimo regulatorio se observa en todos los casos individuales. Es necesario señalar también que en términos de la ratio de apalancamiento simple, que no se ve afectada por las posibles limitaciones de la medición de los APR, la media de las entidades españolas en

36 Véase P. Aguilar, S. Fahr, E. Gerba y S. Hurtado (2018), *Quest for robust optimal macroprudential policy*, de próxima publicación.

37 Ratio CET-1 *fully loaded*, es decir, aplicando las normas definitivas de Basilea III, en vigor a partir de 2019.

38 Datos de la ABE, que considera una muestra representativa a nivel europeo, aunque el nivel de cobertura difiere entre los distintos países.

septiembre de 2017 (5,6 %) se situaba por encima de la media europea (5,2%). En términos de liquidez, los bancos nacionales presentaban una ratio de LCR de aproximadamente el 150 %, también claramente por encima de lo que exige la regulación y en línea con la media europea (véase gráfico 2.10.4). El nivel de capital promedio de las entidades españolas, inferior al promedio de sus pares europeos, puede implicar condiciones de acceso a la financiación menos favorables, lo que proporciona incentivos para seguir reforzando sus ratios de capital.

En diciembre de 2017, se acordó la finalización de una segunda fase de reformas poscrisis en el marco de Basilea III³⁹. Esta segunda fase se centra en desarrollar el marco normativo para el cálculo de los APR, cuya excesiva variabilidad entre entidades bancarias, para riesgos similares, suscitó dudas entre los agentes del mercado sobre la fiabilidad de su cálculo en algunos casos. Las reformas contempladas incluyen: la mejora de los métodos de cálculo estándar de riesgo de crédito y operacional, restricciones sobre el uso de modelos internos y la complementación de la ratio de capital ponderado por riesgo con una ratio de apalancamiento sobre activo total sin ponderar cuyos niveles actuales han sido descritos en el párrafo anterior. Estas reformas se implementarán de forma escalonada en dos fases que comenzarán en 2019 y 2022 y que terminarán en 2027.

En el ámbito de la resolución, la aprobación de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (BRRD) tampoco supuso el fin del proceso de reforma, que actualmente mantiene varias áreas de discusión abiertas sobre el desarrollo de los aspectos más importantes de este marco. La Comisión Europea publicó, en 2016, un paquete de propuestas de modificación legislativa de la BRRD y del Reglamento sobre el Mecanismo Único de Resolución (SRMR). Algunas de estas reformas ya han sido aprobadas mediante la Directiva 2017/2399, que modifica la BRRD, creando una nueva categoría de instrumentos de deuda (ordinaria) sénior «no preferente». Esta nueva categoría se sitúa por detrás de la deuda ordinaria en el orden de pago en procesos de insolvencia, con lo que su existencia facilita el cumplimiento de los requerimientos de pasivos elegibles para absorber pérdidas (MREL, por sus siglas en inglés). Sin embargo, otras muchas propuestas continúan abiertas a discusión, en particular, la incorporación a las normas europeas de los acuerdos internacionales en materia de resolución sobre la capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC, por sus siglas en inglés). Los requisitos de los acuerdos TLAC para entidades de importancia sistémica mundial se interrelacionan con las exigencias de las normas MREL europeas, creando un reto regulatorio en el futuro inmediato. Las negociaciones sobre dichos textos está previsto que estén cerradas antes del final de 2018, de modo que a partir de dicha fecha se reducirá la incertidumbre que actualmente enfrentan las entidades sobre el futuro desarrollo normativo y las necesidades de financiación derivadas de este⁴⁰.

Las entidades europeas y, en particular, los bancos españoles afrontan también, desde 2018, nuevos requisitos contables, derivados del acuerdo internacional sobre la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF-9). La Circular 4/2017 del Banco de España, que entró en vigor en enero de 2018, adapta a la legislación española la NIIF-9 e introduce como principal novedad el cambio de criterio (de pérdida incurrida a pérdida esperada) en el cálculo de las provisiones, que conlleva un reconocimiento más temprano de las pérdidas por deterioro financiero. La circular alcanza a otros requisitos contables, como la

39 El texto de las reformas poscrisis aprobadas se puede consultar en *Basel III: Finalising post-crisis reforms*.

40 Estimaciones preliminares de la ABE, para una muestra significativa de bancos de la UE, mostraban un avance de la ratio de pasivos elegibles MREL sobre APR desde un 35,9 % en 2015 a un 37,8 % en 2016 (véase *EBA updates its quantitative analysis on MREL*).

clasificación de activos financieros según la NIIF-9 y los requisitos para el uso de modelos internos en el cálculo de provisiones. La ABE completó el año pasado una segunda ronda de estudio del impacto de esta norma con un cuestionario a 54 grandes bancos europeos en el que estos estimaban el efecto en capital y provisiones de las nuevas normas⁴¹. El informe reporta un aumento estimado del 13 % de las provisiones de crédito como resultado de la aplicación de la nueva metodología, así como una reducción de 45 pb de la ratio de CET-1. A pesar de resultar una referencia útil, este estudio no disipa la incertidumbre asociada a la nueva norma, al cubrir una muestra representativa pero no completa de bancos, y basarse en un ejercicio de estimación de las propias entidades.

En conjunto, los cambios normativos introducidos y los que todavía están pendientes de definir suponen una alteración significativa del marco en el que operan las entidades de crédito, al que estas todavía deben terminar de adaptarse. Desde un punto de vista agregado, el posible impacto negativo sobre la rentabilidad bancaria de algunos de los desarrollos normativos recientemente aprobados o en vías de adopción (por la desaparición o reducción de garantías públicas implícitas previas y por la obligación de financiarse en mayor medida con instrumentos más caros, como capital e híbridos) debería compensarse con la mayor estabilidad de los sistemas bancarios. Para las entidades individuales, el nuevo entorno requiere de una adaptación que compense las posibles pérdidas de rentabilidad con ganancias de eficiencia y/o redefinición de la estructura de negocio. Aunque buena parte de los cambios normativos se han producido ya, la interacción entre los calendarios de aplicación de las reformas pendientes y las condiciones de financiación en los mercados determinará los costes de transición remanentes.

5 El nuevo marco competitivo

Además de los retos ya señalados, las entidades de crédito se enfrentan a otros desafíos derivados del actual entorno de negocio. Entre estos, cabe destacar muy especialmente los efectos de los nuevos avances tecnológicos y la posibilidad de una intensificación del proceso de desintermediación financiera.

5.1 LOS AVANCES TECNOLÓGICOS

Los nuevos medios tecnológicos introducen importantes retos y oportunidades para las entidades bancarias. El sector financiero no ha sido ajeno a lo largo del tiempo a múltiples cambios tecnológicos que han ido modificando su forma de operar. Sin embargo, las transformaciones que están surgiendo, asociadas a Internet, al aumento de la capacidad computacional que permite el tratamiento masivo de datos y al incremento de la automatización de procesos, se distinguen por la rapidez en su adopción y difusión. Tal combinación ha comportado una disminución de las barreras de entrada en determinadas actividades tradicionales de las entidades bancarias, creando la posibilidad de que surjan nuevos competidores que, en un momento dado, con un esfuerzo adicional de inversión relativamente moderado y de un modo muy dinámico, pueden ser capaces de acceder al cliente bancario.

Esto implica que las entidades necesitan aumentar su inversión en innovación, con el consiguiente aumento de costes en el corto plazo, para anticiparse a los posibles cambios en su entorno de negocio. La irrupción de las nuevas tecnologías en los servicios financieros puede suponer un cambio fundamental en la forma de operar y relacionarse con la clientela, que debe diseñarse e implementarse de modo rápido, si no se quiere perder cuota de mercado. Este reto resulta aún más complejo si se tiene en cuenta el entorno actual de baja rentabilidad y la incertidumbre existente sobre la viabilidad de los distintos proyectos.

41 EBA report on results from the second EBA impact assessment of IFRS 9, 13 de julio de 2017.

La demanda creciente de acceso inmediato desde distintos lugares y canales a una amplia gama de servicios financieros comporta cambios en la estructura y modelo de negocio de la banca tradicional, que exigen mejoras de eficiencia. Estas mejoras afectan a la red de oficinas y al desarrollo de aplicaciones para dispositivos móviles y para Internet, que permiten reducciones en gastos generales de gestión. En este sentido, algunos de los proyectos que se desarrollan en el contexto de la última ola de innovación tecnológica digital, conocida comúnmente en el ámbito financiero como *fintech*, pueden transformarse con facilidad en herramientas operativas para el negocio bancario⁴².

Por otra parte, la revolución tecnológica abre la puerta a nuevos competidores en distintas áreas de negocio, que operan en muchos casos en segmentos muy específicos de mercado, al permitir la desagregación de la cadena de valor. Una de las áreas de mayor penetración de nuevos competidores es la de los pagos, especialmente los pagos al por menor, con empresas tecnológicas de gran entidad y con una elevada capacidad de procesamiento de datos. En este ámbito, se han desarrollado proyectos conjuntos (*joint ventures*) u otro tipo de alianzas con la banca tradicional para aprovechar las sinergias, pero, en cualquier caso, el aumento de la competencia en este segmento del negocio tradicional bancario está produciendo una reducción de los ingresos por servicios transaccionales. La entrada en vigor en 2018 de la nueva directiva europea de servicios de pago (conocida como PSD-2), coincidiendo con la implementación de la nueva directiva de protección de datos (*General Data Protection Regulation*), supone un reto importante en este sentido, al introducir nuevos proveedores con posibilidad de acceso a los clientes bancarios, sin ser ellos mismos bancos ni estar sometidos a la regulación de estos.

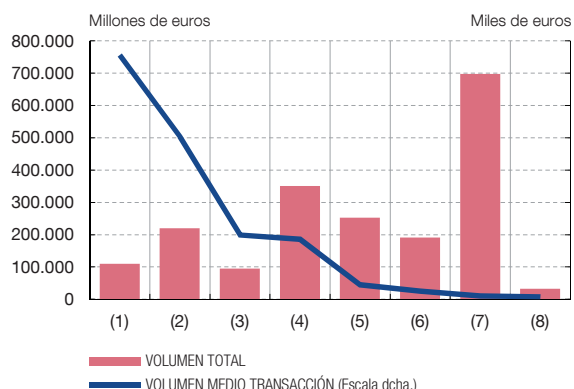
La evolución futura de otras áreas caracterizadas por el mayor componente financiero frente al tecnológico es más incierta, y sus efectos permanentes sobre, por ejemplo, la provisión tradicional de crédito a través de la banca son todavía desconocidos. La aplicación de inteligencia artificial y la explotación sistemática de grandes bases de datos con información en tiempo real y un elevado grado de desagregación (conocidas comúnmente como *big data*) en estas áreas o en el ámbito del cumplimiento regulatorio comportará necesariamente ganancias de eficiencia, que pueden desarrollarse en los propios bancos. No obstante, el margen para la aparición y crecimiento de nuevos competidores puede ser asimismo elevado.

El desarrollo de todo este nuevo ecosistema financiero tiene implicaciones positivas y negativas, en forma de mayor riesgo, no solo en el sistema bancario. Entre los beneficios, destacan que algunas de estas innovaciones pueden generar una mayor inclusión financiera, al reducir el coste de la intermediación, complementar el acceso a la financiación de pequeñas y medianas empresas —sobre todo, en el caso de negocios de nueva creación— y comportar ganancias de eficiencia en el sector financiero, en su conjunto. Por el lado de los costes, la mayor competencia en el sector bancario podría erosionar la rentabilidad de las fuentes tradicionales de ingreso de los bancos, incentivando una mayor asunción de riesgo. Asimismo, la adaptación a estas tecnologías puede conllevar mayores riesgos reputacionales y operacionales, incrementándose la importancia de aspectos como la ciberseguridad, que se convierte en uno de los principales retos de las entidades. El aumento en el riesgo de incumplimiento en el área de protección de datos o de prevención del blanqueo de dinero y financiación del terrorismo, el arbitraje regulatorio, la mayor

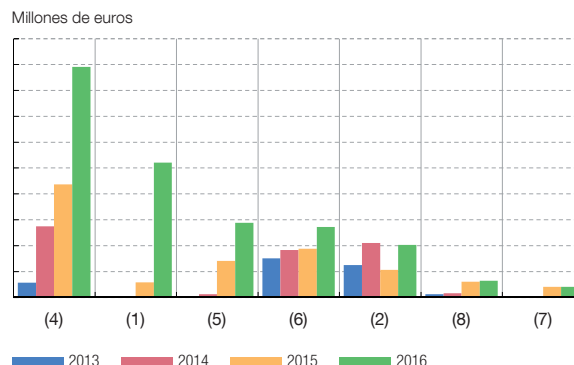
⁴² Estos son, por ejemplo, los casos de la aplicación de análisis a gran velocidad de un gran número de datos (*big data*) para la mejor definición del perfil de riesgo del cliente, el almacenamiento en la nube, los servicios de pago por móvil y los nuevos métodos de acreditación de identidad no presencial.

Predomina el préstamo al consumo P2P, que también presenta la mayor proporción de actividad transfronteriza, aunque es el *crowdfunding* inmobiliario el que presenta el mayor valor promedio por transacción. Aunque de escasa cuantía, la financiación alternativa en España mantiene un crecimiento sostenido, sobre todo en los préstamos a empresas, donde se concentran más de un tercera parte de las consultas que recibió la CNMV.

1 TRANSACCIONES POR MODELO DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA EN LA UNIÓN EUROPEA EN 2016 (a)



2 FINANCIACIÓN ALTERNATIVA POR MODELO EN ESPAÑA 2013-2016 (a)



FUENTES: Cambridge Centre for Alternative Finance (2018) y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Las categorías de los gráficos se corresponden con: (1) financiación participativa de proyectos inmobiliarios (*real estate crowdfunding*); (2) financiación participativa instrumentada en acciones (*equity-based crowdfunding*); (3) préstamos entre particulares para proyectos inmobiliarios (P2P *property lending*); (4) préstamos entre particulares para proyectos empresariales (P2P *business lending*); (5) financiación de facturas o pagarés (*invoice trading*); (6) financiación participativa basada en regalos (*reward-based crowdfunding*); (7) préstamos entre particulares para financiación de consumo (P2P *consumer lending*), y (8) financiación participativa basada en donaciones (*donation-based crowdfunding*).



interdependencia entre múltiples actores dentro del sector financiero, y el potencial desintermediador de algunos de estos son otras áreas potencialmente generadoras de costes.

A finales de 2017, trabajaban en este sector en España más de 5.000 personas en más de 300 firmas (238 compañías fintech y 63 insurtech)⁴³. En el caso de las plataformas de financiación alternativa, según las encuestas de consultores privados, el mayor volumen de fondos se canaliza en España a través de préstamos entre particulares para proyectos empresariales, mientras que para el promedio de la UE son los préstamos entre particulares para la financiación del consumo los que absorben el mayor volumen de actividad (véase gráfico 2.11). El peso de las transacciones transfronterizas puede alcanzar en algunos modelos casi el 50 % del volumen total de actividad. Con la intención de promover las iniciativas en este ámbito, la CNMV creó, a mediados de 2017, un portal fintech⁴⁴ para atender consultas, que, hasta diciembre, canalizó 130 solicitudes de asistencia. La creación a comienzos de 2018 de la Dirección General Adjunta de Innovación Financiera e Infraestructuras de Mercado refleja la relevancia que el Banco de España otorga a estos desarrollos.

La relativamente escasa penetración de la banca digital en España puede ser uno de los factores determinantes de las ganancias de eficiencia que pueden venir asociadas a estos cambios tecnológicos. Un informe reciente estima que el elevado grado de penetración del móvil y, sobre todo, el bajo número de clientes por oficina, que se sitúa por debajo del de todos los países analizados, proporciona a la banca española un alto potencial de mejora de la eficiencia a través de estas vías⁴⁵. La importancia

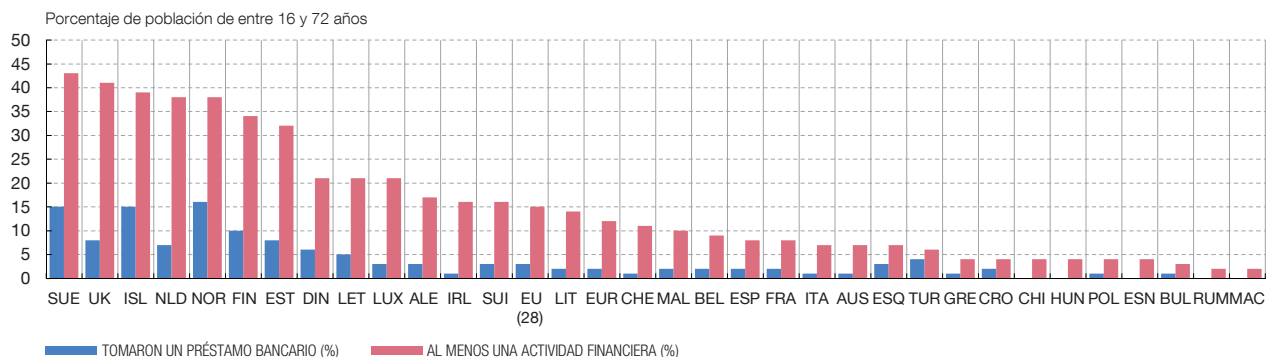
43 Datos de la Asociación Española de Fintech e Insurtech. Estos términos se usan habitualmente para designar a empresas con un alto contenido tecnológico que operan en el ámbito de los servicios financieros y de seguros, respectivamente.

44 Portal FinTech. Portal de Innovación.

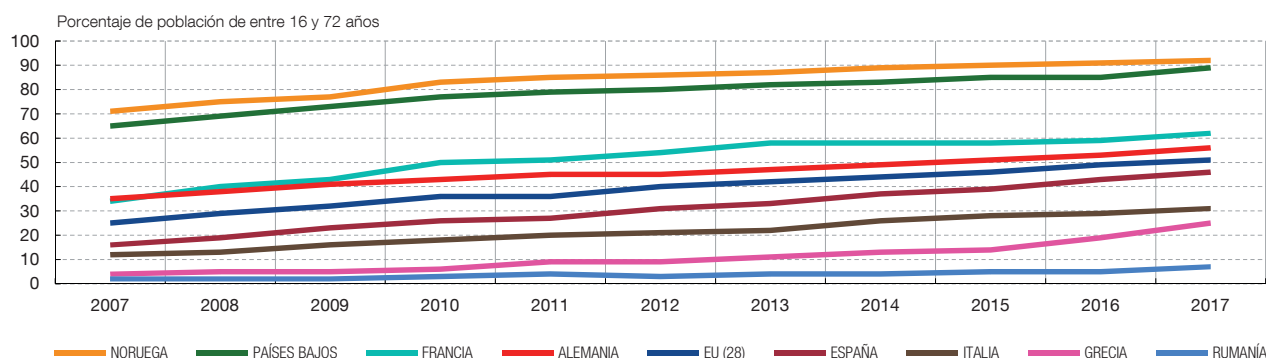
45 Véase Morgan Stanley Research, *Global banks and diversified financials. Banking at the speed of light*, 7 de enero de 2018.

En diez años se ha duplicado hasta el 50 % el porcentaje de personas que usan Internet para comunicarse con los bancos, aunque, en España, este porcentaje no alcanza el 15 % cuando se trata de haber realizado una transacción financiera y se limita al 2 % en el caso de la toma de un préstamo bancario.

1 POBLACIÓN QUE UTILIZA INTERNET PARA LA REALIZACIÓN DE TRANSACCIONES FINANCIERAS EN 2017



2 POBLACIÓN QUE UTILIZA INTERNET PARA RELACIONARSE CON LOS BANCOS



FUENTE: Eurostat.



comparativa de los canales físicos frente a los canales digitales de distribución es, en opinión del BCE⁴⁶, uno de los factores de diferenciación entre países en términos de las ganancias de eficiencia derivadas de la revolución tecnológica. Según datos de Eurostat (véase gráfico 2.12.2), España se sitúa en cuarta posición en Europa por el número de transacciones financieras en efectivo, con una penetración de la banca digital en 2017 del 46 %⁴⁷, por debajo del 51 % de la UE-28 y muy alejada de los países más digitalizados, como Islandia (93 %), Noruega (92 %) o Dinamarca (90 %). España, con datos para 2017, tiene un porcentaje de individuos que pidieron un préstamo bancario por Internet, o que compraron acciones o bonos, o suscribieron una póliza de seguro o la renovaron por este canal, muy reducido (véase gráfico 2.12.1). No obstante, solo un 14 % de la población no había usado nunca Internet en 2017, frente al 43 % de diez años antes. Aunque hasta ahora se haya observado una menor predisposición al uso de canales digitales en España que en otros países de nuestro entorno, la implantación ha sido creciente y rápida, por lo que cabe esperar un aumento del uso de la banca *online*.

46 Véase Banco Central Europeo, *Financial Stability Review*, mayo de 2017.

47 Aproximado por el porcentaje de individuos de entre 16 y 74 años que en los últimos tres meses antes de la encuesta usaron Internet para relacionarse con un banco, incluyendo pagos o consultando movimientos o saldos de cuentas bancarias.

La estructura de financiación de las empresas españolas, incluso la de la mayoría de las grandes compañías, ha estado tradicionalmente marcada por el predominio del crédito bancario. Así, el gráfico 2.13.1 muestra cómo, en 2007, los préstamos suponían el 95 % de la deuda total (incluyendo valores de renta fija) de las sociedades no financieras españolas. Por otro lado, desde el punto de vista de las entidades, estos préstamos representaban un 51 % del crédito al sector privado en España y un 32 % del activo total no consolidado.

Durante la crisis, se inició un proceso de desintermediación bancaria, que algunos desarrollos recientes podrían contribuir a acentuar, reduciendo así el peso de los bancos en la financiación de los agentes económicos. En este sentido, será particularmente relevante la posible aparición de nuevos competidores con tecnologías innovadoras, como se explicaba en la sección anterior. La regulación más estricta de los bancos y el desarrollo de nuevas infraestructuras, como el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), la definición de las titulaciones simples y transparentes y otras medidas que puedan surgir del proyecto europeo de crear una Unión de Mercados de Capitales influirán previsiblemente en la misma dirección. Existe la percepción de que una estructura de financiación a nivel agregado más diversificada es más estable frente a posibles perturbaciones, por lo que la tendencia regulatoria continuará moviéndose en la dirección de eliminar cualquier posible traba a las fuentes de financiación alternativas al sector bancario. Asimismo, un potencial aumento del ahorro de largo plazo, como respuesta, entre otros factores, al proceso de envejecimiento de nuestra sociedad, también contribuiría seguramente en ese sentido, aunque hasta ahora ese tipo de ahorro en España también ha sido en gran medida intermediado por los propios bancos⁴⁸.

De forma más coyuntural, se ha producido recientemente un encarecimiento relativo de la financiación bancaria frente a la obtenida en los mercados. A ello han contribuido, por un lado, la limitada traslación de las bajadas de tipos de interés de mercado a los del crédito bancario ya mencionada y, por otro, algunos efectos del programa de compra de activos del Eurosistema. En concreto, la evidencia disponible muestra que el anuncio del programa de compra de bonos corporativos, en marzo de 2016, incrementó la propensión a emitir bonos elegibles en España y redujo la demanda de crédito bancario de las empresas emisoras⁴⁹. El aspecto positivo es que una proporción elevada de los recursos liberados se convirtieron en préstamos a otras compañías, generalmente de menor tamaño, no emisoras de bonos, por lo que el efecto neto para los bancos fue claramente menor. Por otra parte, otras medidas no convencionales del Eurosistema, como las operaciones de inyección de liquidez a plazos largos y tipos de interés potencialmente negativos, han podido favorecer un mayor volumen de crédito bancario.

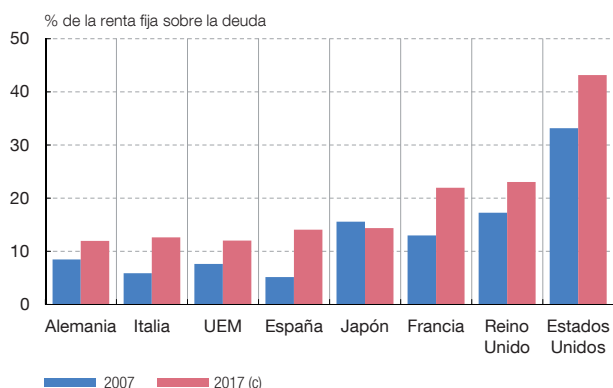
En 2017, continuó la tendencia de años anteriores hacia una cierta pérdida de peso de la financiación bancaria. El pasado ejercicio fue el primero desde 2010 en el que se ha producido un aumento neto (aunque muy ligero) del saldo vivo de la financiación de las sociedades no financieras en España (véase gráfico 2.13.2). Sin embargo, dicho aumento ha procedido fundamentalmente de fuentes distintas a las bancarias, ya que el crédito

48 Sobre la estructura de la cartera de activos de los hogares en España y la evolución reciente del ahorro a través de inversores institucionales, véanse I. Fuentes y M. Mulino (2017), «Evolución de los flujos y los balances financieros de los hogares y de las empresas no financieras en 2016», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España; I. Fuentes (2016), «Evolución reciente de los planes y fondos de pensiones en España», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, y V. García-Vaquero y F. Alonso (2015), «Desarrollos recientes de la industria de la inversión colectiva en España», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

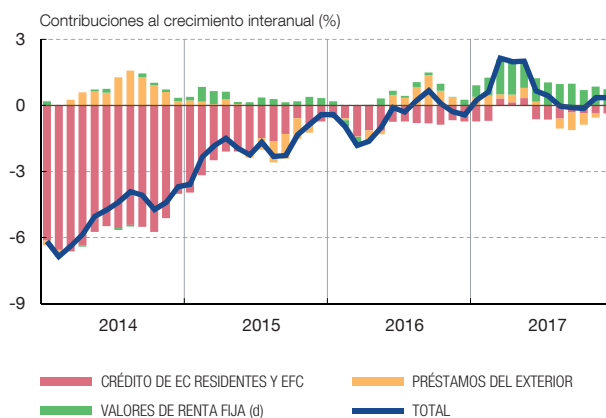
49 Véase Ó. Arce, R. Gimeno y S. Mayordomo (2017), *Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE*, Documentos de Trabajo, n.º 1743, Banco de España.

España era tradicionalmente una economía muy bancarizada, pero en los últimos años se ha producido un avance de la financiación a las sociedades no financieras no intermediada por los bancos, lo que supone un reto para estos.

1 DISMINUYE EL PREDOMINIO DEL CRÉDITO BANCARIO EN LA FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN ESPAÑA (a) (b)



2 EN 2017, AUMENTÓ LA FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS, PERO DISMINUYÓ EL CRÉDITO BANCARIO



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de Pagos Internacionales y Banco de España.

- a La renta fija española incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes y no residentes a precio de mercado, que se restan de los préstamos obtenidos por el sector. Las emisiones de filiales no residentes alemanas también son elevadas, pero no se puede ajustar el dato debido a la falta de información.
- b La deuda incluye valores de renta fija y el total de los préstamos.
- c Datos a junio de 2017 para Japón y Estados Unidos y a septiembre de 2017 para el resto.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales residentes.

[Descargar](#)

procedente de las entidades españolas volvió a contraerse por noveno año consecutivo (en un 0,6%), mientras que aumentó el saldo vivo de valores de renta fija (un 7,6%).

El mantenimiento de esta tendencia supone un reto añadido para las entidades de crédito, al disminuir adicionalmente su volumen de negocio y de ingresos. Esto es especialmente relevante en el contexto actual de reducido avance de la demanda global de financiación en nuestro país —que, como se ha visto, explica en parte la reducida rentabilidad actual del sector bancario español— y podría contribuir a erosionar los márgenes unitarios, que hasta el momento han permitido sostener en cierta medida la rentabilidad de las entidades.

En este recuadro, se analiza la evolución durante los últimos años del coste del capital (COE, por sus siglas en inglés) para los sistemas bancarios de España, Alemania, Francia e Italia, y se compara con el relativo a Estados Unidos. El COE es la rentabilidad que demandan los inversores por adquirir acciones de una empresa, un banco, en este caso. A largo plazo, la rentabilidad de los recursos propios (ROE, por sus siglas en inglés) debería estar en línea con su coste (COE)¹, de modo que este último constituye una referencia importante para valorar el nivel de rentabilidad de los bancos. El coste de capital no es una variable directamente observable, por lo que debe estimarse. Aunque existen distintas aproximaciones posibles, habitualmente se emplea el modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM),

que lo calcula como la suma de una prima de riesgo específica de la entidad más el rendimiento de un activo libre de riesgo. A su vez, la prima de riesgo se obtiene como el producto de dos componentes: la correlación entre el valor de la acción de la empresa y un índice de mercado (es decir, la beta de la entidad) y la prima de riesgo del conjunto del mercado. Cuanto mayor sea la primera, mayor será la rentabilidad exigida a esa empresa en particular.

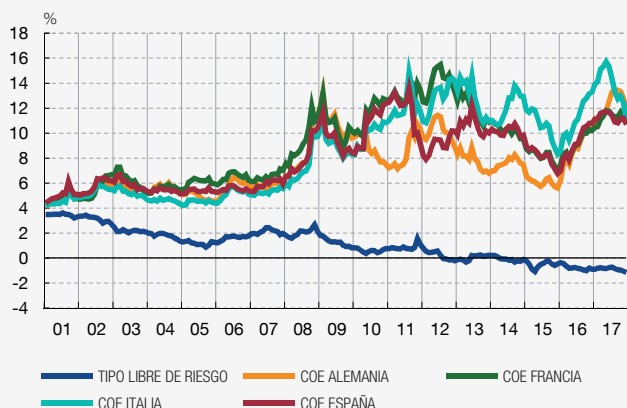
La metodología que se utiliza en este recuadro para calcular el coste de capital consta de dos etapas². En primer lugar, se calcula la prima de riesgo del conjunto de las empresas financieras y no

1 Lo que no necesariamente quiere decir que si el ROE se sitúa por debajo del COE los bancos no puedan captar nuevos fondos propios en el mercado, sino que deberían hacerlo a un precio menor, que iguale la rentabilidad futura esperada al coste del capital.

2 Esta metodología es análoga a la que emplea el BCE. Véanse, por ejemplo, el recuadro 5 de la *Financial Stability Review*, BCE, de mayo de 2015, y el recuadro 1 del *Economic Bulletin*, 1/2016 BCE. El Banco de España la utilizó también en el recuadro 2.2 del *Informe de Estabilidad Financiera*, de mayo de 2016.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DEL COSTE DEL CAPITAL (COE) DE LOS BANCOS EUROPEOS Y AMERICANOS (a)

1 ESTIMACIÓN DEL COE DE LOS BANCOS EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA UEM



2 ESTIMACIÓN DEL COE DE LOS BANCOS EN ESTADOS UNIDOS



3 COE DE LOS BANCOS ESPAÑOLES FRENTE AL DEL CONJUNTO DE EMPRESAS DE LA UEM



4 COE DE LOS BANCOS AMERICANOS FRENTE AL DEL CONJUNTO DE EMPRESAS AMERICANAS



FUENTES: Datastream, Consensus Economics, Federal Reserve Economic Data y Banco de España.

a Estimaciones basadas en las previsiones de beneficios y cotizaciones en Bolsa de empresas incluidas en los índices EUROSTOXX y S&P 500. Los tipos de interés libres de riesgo se obtienen del rendimiento de bonos indexados a la inflación emitidos por el Gobierno francés y por el Tesoro americano.

financieras cotizadas en la UEM como la diferencia entre la tasa de descuento real implícita en el precio de las acciones y el tipo de interés real libre de riesgo³. La tasa de descuento se obtiene igualando el valor actual de los beneficios futuros esperados de las empresas del índice bursátil EUROSTOXX con su precio de mercado⁴. A continuación, la prima del sector bancario de cada país se obtiene multiplicando la prima de riesgo del mercado por la beta correspondiente al subíndice EUROSTOXX bancario de cada país⁵. El coste de capital es el resultado de sumar a esta prima del sector bancario de cada país la rentabilidad real del activo considerado libre de riesgo. Se trata, por tanto, de una medida que está expresada en términos reales. En el caso de Estados Unidos, la metodología es equivalente, utilizando los índices bursátiles S&P 500 y S&P 500 Banks, respectivamente, para el cálculo de las primas de mercado y la beta del sector bancario⁶.

Siguiendo la metodología descrita, en el gráfico 1.1 se recoge, para los sistemas bancarios de España, Alemania, Italia y Francia,

- 3 En la UEM, debido a su elevada liquidez, se ha empleado la rentabilidad de un índice de bonos emitidos por el Gobierno francés, indexados a la inflación y con una duración media de nueve años.
- 4 Los beneficios futuros se estiman, por tramos, a partir de las expectativas de los analistas (I/B/E/S) y del crecimiento potencial de la economía. A esta aproximación se la denomina generalmente «modelo de Gordon en tres etapas».
- 5 La beta se estima como el coeficiente del rendimiento diario del mercado en una regresión en la que la variable endógena es el rendimiento diario del subíndice. Para tener en cuenta posibles cambios en el valor de la beta a lo largo del tiempo, esta estimación se ha calculado con ventanas móviles de un año.
- 6 El activo libre de riesgo en este caso es el bono a diez años indexado a la inflación emitido por el Tesoro americano.

la evolución del tipo de interés libre de riesgo y del coste de capital, ambos en términos reales. Se observa cómo, en los cuatro países, el coste de capital se encontraba a finales de 2017 por encima del 10 %, mientras que la rentabilidad libre de riesgo, que es común a todos ellos, era negativa. Antes de la crisis, el coste de capital de los bancos se habría mantenido relativamente estable alrededor del 6 %, al tiempo que el tipo de interés libre de riesgo fluctuó entre el 2 % y el 4 %. Por tanto, durante la crisis, se habría producido un fuerte aumento de la prima por riesgo exigida a los bancos españoles y europeos, que, aunque con fluctuaciones, habría persistido hasta finales de 2017. Esta elevada prima de riesgo podría estar asociada a la persistencia de una mayor incertidumbre sobre el valor de los activos y sobre las perspectivas de rentabilidad en el nuevo marco posterior a la crisis. En Estados Unidos, tanto la prima como el coste del capital habrían aumentado también, aunque en menor medida (véase gráfico 1.2). En dicha economía, el coste del capital de los bancos al cierre del pasado año sería unos dos puntos porcentuales inferior al de los bancos europeos (un 8 %), reflejando posiblemente una menor incertidumbre sobre las rentabilidades futuras esperadas a uno y otro lado del Atlántico.

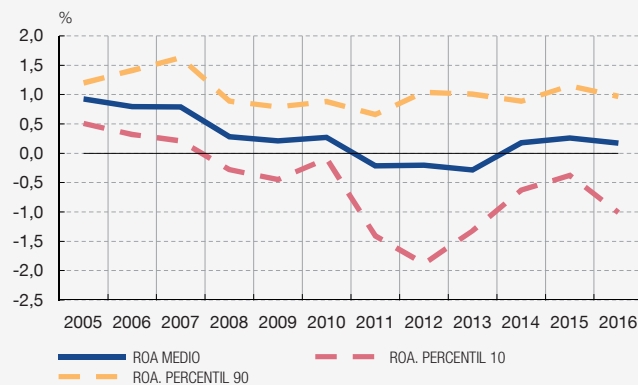
Finalmente, los gráficos 1.3 y 1.4 muestran cómo el rendimiento exigido por los inversores a las entidades de crédito ha respondido tanto a movimientos comunes al conjunto de empresas financieras y no financieras cotizadas como a desarrollos específicos del sector bancario. En particular, desde comienzos de 2016, el coste de capital de los bancos se habría encarecido con respecto del resto de los sectores, tanto en Europa como en Estados Unidos, al igual que lo hizo durante los períodos más críticos de la crisis.

La rentabilidad media del sector bancario en un país y período determinado está condicionada por la estructura agregada del sector y por las condiciones macroeconómicas y financieras. El

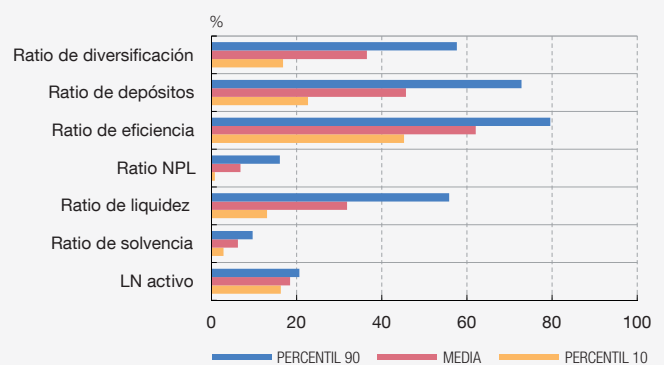
conocimiento de estas condiciones no es suficiente, sin embargo, para explicar la heterogeneidad de resultados obtenidos por distintos grupos bancarios dentro de un mismo país. Con el objetivo

Gráfico 1
DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD EN UNA MUESTRA DE BANCOS EUROPEOS (a)

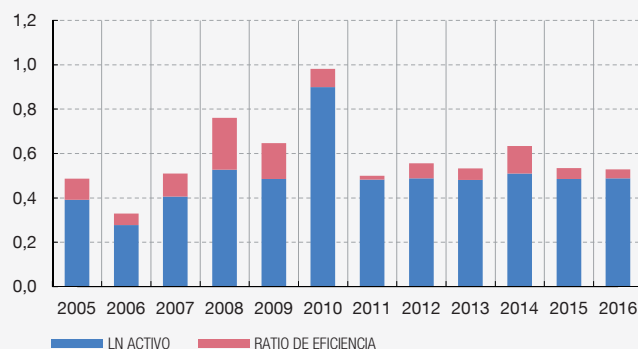
1 HETEROGENEIDAD EN RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA)



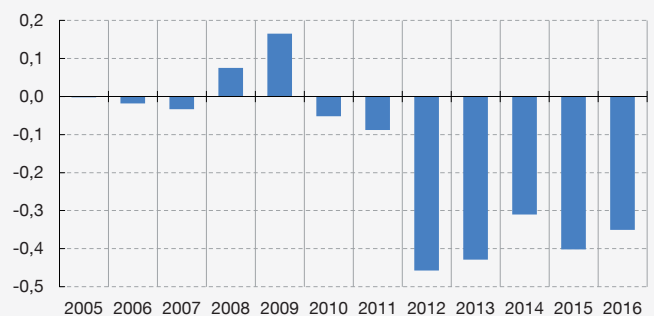
2 HETEROGENEIDAD EN CARACTERÍSTICAS DEL BALANCE Y RESULTADOS



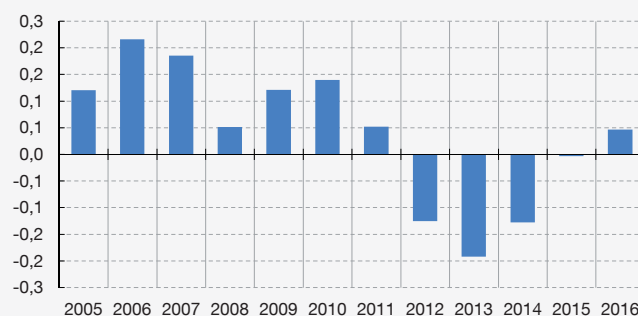
3 CONTRIBUCIÓN DEL TAMAÑO Y LA EFICIENCIA AL DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD ESPAÑA-UEM (b)



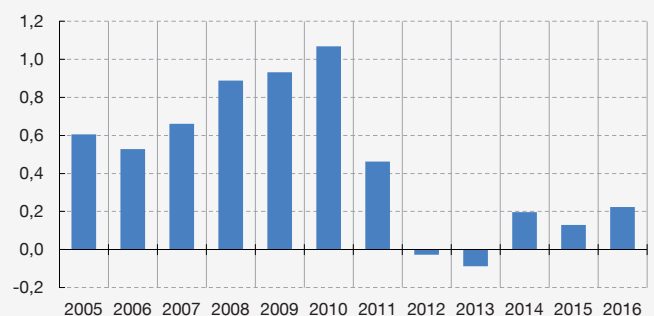
4 CONTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE SOLVENCIA AL DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD ESPAÑA-UEM (b)



5 CONTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE DUDOSOS AL DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD ESPAÑA-UEM (b)



6 EFECTO CONJUNTO DE LAS CARACTERÍSTICAS SIGNIFICATIVAS SOBRE EL DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD ESPAÑA-UEM (b)



FUENTES: SNL Financial, Fondo Monetario Internacional, Banco de Pagos Internacionales y Banco de España.

- a Muestra de 106 bancos internacionales de 23 países del área del euro, el Reino Unido y países nórdicos, para el período 2005-2016. Definición de las variables: ratio de diversificación (proporción del beneficio operativo no atribuible al margen de intereses neto), ratio de depósitos (proporción de depósitos sobre total activo), ratio de eficiencia (gastos operativos sobre beneficio operativo), ratio NPL (ratio de préstamos dudosos sobre total de préstamos), ratio de liquidez (proporción de activos líquidos sobre total activo), ratio de solvencia (ratio de capital contable sobre total activo) y LN activo (logaritmo natural del total activo).
- b Los gráficos 1.3 al 1.5 muestran, para la variable i correspondiente, el efecto de la diferencia entre la media de esa variable en los bancos españoles ($X_{(i,ESP)}$) y en el conjunto del área del euro ($X_{(i,Z EUR)}$) sobre la rentabilidad explicada por el modelo de regresión, esto es, $\beta_i \cdot (X_{(i,ESP)} - X_{(i,Z EUR)})$, donde β_i es el coeficiente del modelo estimado de acuerdo con la especificación (2) del cuadro 1. El gráfico 1.6 suma para cada año los efectos de las cuatro variables en los gráficos 1.3 al 1.5 para obtener el efecto agregado de las características significativas.

de analizar la dispersión de la rentabilidad bancaria, en este recuadro se analiza la relación entre rentabilidad sobre activos (ROA) y distintas características individuales para una muestra de bancos europeos cotizados centrada en el área del euro durante el período 2005-2016¹.

El gráfico 1.1 presenta el declive de la ratio ROA a partir de la crisis de 2008 para el conjunto de la muestra, pero también un importante grado de heterogeneidad entre entidades que se acrecienta con la crisis. Mientras que, en 2005-2006, el rango de dispersión (aproximada por la diferencia entre percentiles 10 y 90) se situaba en 0,7 pp-1,1 pp, este rango crece hasta 2,9 pp en 2012 y se mantiene por encima de 1,5 pp en los últimos años de la muestra. El gráfico 1.2 muestra que también existe heterogeneidad entre entidades en distintas características individuales

1 El Reino Unido y los países nórdicos con autonomía monetaria también son considerados para comprobar la robustez de los resultados encontrados en la muestra principal.

Cuadro 1
DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD (ROA) DE LOS BANCOS EN EUROPA (2005-2016) (a)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Zona del euro	Zona del euro	Zona del euro - muestra restringida	Europa	Europa - muestra restringida
ROA (primer retardo)	-0,0313 (0,101)	-0,139 (0,134)	-0,148 (0,137)	-0,128 (0,124)	-0,120 (0,129)
LN activo	2,134*** (0,547)	1,298** (0,630)	1,899*** (0,551)	1,115** (0,567)	1,186** (0,505)
Ratio de solvencia	0,539*** (0,131)	0,408*** (0,113)	0,488*** (0,114)	0,387*** (0,114)	0,432*** (0,109)
Ratio de liquidez	0,00645 (0,0103)	0,0105 (0,0162)	0,0122 (0,0219)	0,00979 (0,0175)	0,0143 (0,0195)
Ratio NPL	-0,0388** (0,0194)	-0,0854** (0,0394)	-0,0844** (0,0355)	-0,0812** (0,0343)	-0,0823** (0,0346)
Ratio de eficiencia	-0,0109*** (0,00277)	-0,0102** (0,00459)	-0,00415 (0,00431)	-0,00967** (0,00476)	-0,00837** (0,00372)
Ratio de depósitos	0,0366** (0,0152)	0,0247* (0,0143)	0,0308* (0,0178)	0,0233 (0,0163)	0,0268 (0,0172)
Ratio de diversificación	-0,00601 (0,00371)	-0,00412 (0,00435)	0,00776 (0,00494)	-0,00286 (0,00455)	0,00394 (0,00520)
Estimación	AB - dependiente instrumentada	AB - todas las variables endógenas	AB - todas las variables endógenas	AB - todas las variables endógenas	AB - todas las variables endógenas
Control situación macroeconómica	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Retardos usados como instrumentos	2-4	3-4	2-4	3-4	2-4
P-valor estadístico AB - autocorr. (2)	0,2286	0,0472	0,1104	0,0486	0,103
P-valor estadístico AB - autocorr. (3)	0,5324	0,6408	0,4479	0,3682	0,8198
P-valor estadístico AB - autocorr. (4)	0,2186	0,4092	0,2867	0,3564	0,3461
Observaciones	582	582	468	661	518
Número de bancos	83	83	67	92	72
Período	2005-2016	2005-2016	2005-2016	2005-2016	2005-2016

FUENTES: SNL Financil y Banco de España.

a Estimación por el método de Arellano-Bond. Los asteriscos indican significatividad al 10 % (*), 5 % (**) y 1 % (***). Las columnas (1) y (2) presentan resultados para los bancos de 17 países del área del euro; en (3) se restringe la muestra a España, Francia, Países Bajos, Italia, Alemania, Portugal, Irlanda y Grecia; en (4) se agrega a la muestra en (1) observaciones de Suecia, Dinamarca, Noruega y el Reino Unido; en (5) se agregan observaciones del Reino Unido a la muestra restringida en (3). Las variables son definidas en el gráfico 1 de este recuadro. Empleamos el método de Arellano-Bond (1991) con entre 2 y 4 retardos de las variables no exógenas como instrumentos: i) AB - dependiente instrumentada (solo el primer retardo de la variable dependiente es instrumentada); ii) AB - todas las variables endógenas (todas las variables explicativas a nivel de banco son instrumentadas). Control situación macroeconómica indica si se controla el efecto común temporal de variables macroeconómicas. Presentamos los p-valores de los tests de autocorrelación de Arellano-Bond (1991) de orden 2-4.

(tales como tamaño, calidad crediticia, eficiencia). El análisis que se realiza a continuación busca determinar la relación entre la variación en los dos conjuntos de datos. Concretamente, se realiza una regresión con la metodología de datos de panel² en la que el ROA se explica en función de características individuales de los bancos, controlando por efectos fijos no observados de las entidades, el efecto del retardo del ROA y condiciones agregadas³. El cuadro 1 presenta los resultados de las distintas especificaciones estimadas.

En primer lugar, se estudia una muestra de entidades del área del euro con un modelo en el que solo el retardo del ROA es tratado como variable endógena. El análisis muestra que, en el período analizado, los bancos más grandes, aquellos con menor ratio de morosidad y mayor solvencia, mayor eficiencia y un peso más elevado de la financiación vía depósitos, presentaban unas rentabilidades más elevadas. Para comprobar la robustez del anterior resultado, en las columnas (2) a (5) se consideran como potencialmente endógenas todas las variables explicativas a nivel de banco. Las conclusiones cualitativas de (1) se mantienen en la columna (2). Restringir la muestra a los países de mayor tamaño del área del euro, columna (3), no altera las conclusiones sobre el efecto de tamaño, solvencia y calidad crediticia, pero la ratio de eficiencia pierde poder explicativo. En las columnas (4) y (5) se amplía la muestra, incluyendo el Reino Unido y el resto de los países nórdicos, y los resultados se muestran de nuevo robustos, especialmente para la ratio de solvencia.

2 Se emplea el método de Arellano-Bond. Véase M. Arellano y S. Bond (1991), «Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations», *Review of Economic Studies*, n.º 58, pp. 277-297.

3 Las estimaciones incluyen como variables de control las siguientes: el crecimiento del PIB (*WorldEconomic Outlook*, FMI) y crédito (estadísticas BIS), nivel de tipos de interés (euríbor) y concentración medida por el índice Herfindahl-Hirschman (estadísticas BCE para la zona del euro).

En los gráficos 1.3 al 1.6, se presenta el impacto sobre la ratio de ROA de las diferencias de los bancos españoles con respecto a la media europea en las variables más significativas de la estimación. Por ejemplo, los bancos españoles han mantenido, en promedio, un mayor activo que otros bancos europeos durante el período 2005-2016, y, al ser esta una característica positivamente asociada con la rentabilidad, el modelo implica una contribución media positiva al ROA de 0,4 pp. La ratio de eficiencia está asociada a mayor rentabilidad en todo el período, pero más claramente en 2005-2009. Por el contrario, las peores posiciones relativas de los bancos españoles en solvencia y morosidad a partir de 2010 y 2012 están asociadas a contribuciones negativas de hasta -0,4 pp. El efecto agregado de estas características significativas es positivo hasta 2011, volviéndose negativo en 2012-2013 por la contribución del efecto de la ratio de solvencia, y recuperando valores ligeramente positivos después de 2014⁴.

La relación positiva y significativa entre rentabilidad y calidad del activo que implican los coeficientes sobre las ratios de morosidad y solvencia señala un posible beneficio para el sector bancario europeo de avanzar en la limpieza de sus balances. El coeficiente positivo del tamaño del activo podría indicar también que una mayor concentración de los bancos europeos tendría efectos positivos sobre su rentabilidad.

En todo caso, los resultados de este recuadro hay que tomarlos con cautela en la medida en que están basados en la relación entre las variables analizadas para un período concreto (2005-2016) y no tienen en cuenta necesariamente los cambios más recientes en la estructura del sector y los que se puedan producir en el futuro.

4 Cabe señalar la cautela de que los modelos de negocio asociados a mayor rentabilidad en la muestra europea analizada no necesariamente mantendrían su contribución a la rentabilidad en otros períodos y geografías.

Con el fin de analizar los determinantes de la evolución del endeudamiento del sector privado y de simular su posible evolución futura, se han estimado varios modelos de mecanismo de corrección del error¹ para caracterizar el comportamiento del saldo de la deuda real de los hogares, por un lado, y el de las sociedades, por otro. En particular, en el caso de las familias, se han incluido como variables explicativas las siguientes: la renta bruta disponible real, el coste de financiación real *ex ante* —calculado deduciendo a los tipos de interés nominales del crédito bancario una medida de las expectativas de inflación a largo plazo—, la riqueza inmobiliaria en términos reales y, por último, la población de entre 30 y 54 años, que son el grupo de población con la mayor proporción de tenencia

de deuda². Para las sociedades, el saldo de la financiación total se modeliza en función de la inversión productiva privada, de la inversión residencial, del precio de la vivienda —variables todas ellas en términos reales— y de un coste sintético real *ex ante* de financiación —aproximado deduciendo al coste nominal una medida de las expectativas de inflación a largo plazo—.

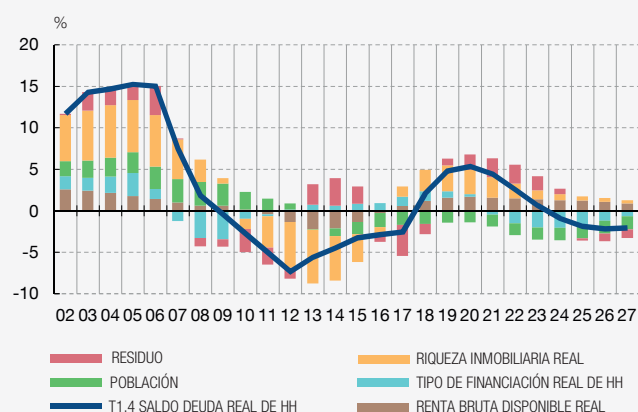
A partir de estas estimaciones y de distintas sendas de las variables explicativas se han obtenido diferentes simulaciones de la evolución del endeudamiento del sector privado hasta 2027. Así, el escenario base contempla una evolución de todas las variables hasta 2020 en línea con las previsiones del último ejercicio de pre-

1 Los modelos se han estimado con datos que abarcan desde el segundo trimestre de 1987, para hogares, y desde 1990, para sociedades, hasta el cuarto trimestre de 2017.

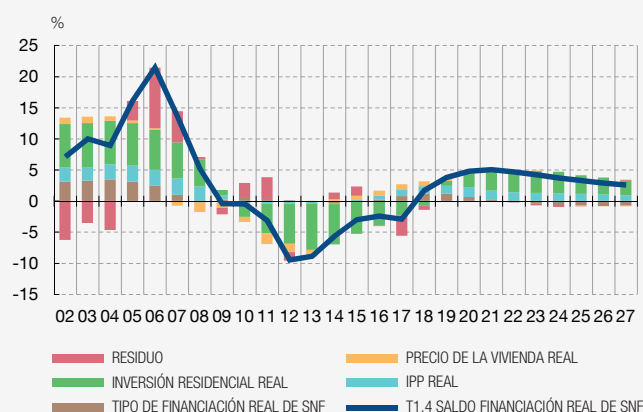
2 Según la última edición de la Encuesta Financiera de las Familias, de 2014, el 79,7 % de la deuda total de los hogares estaba en manos de hogares cuyo cabeza de familia tenía entre 30 y 54 años.

Gráfico 1 ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

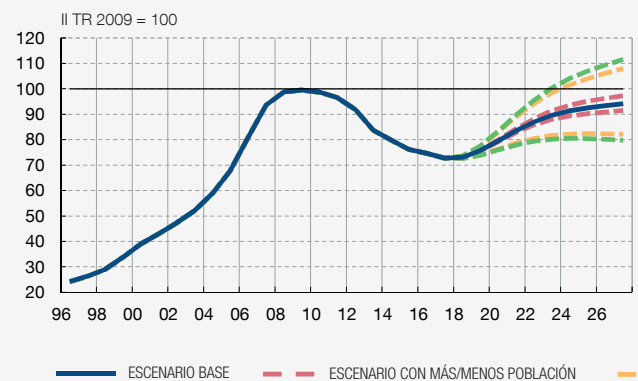
1 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA DEUDA REAL DE LOS HOGARES (a)



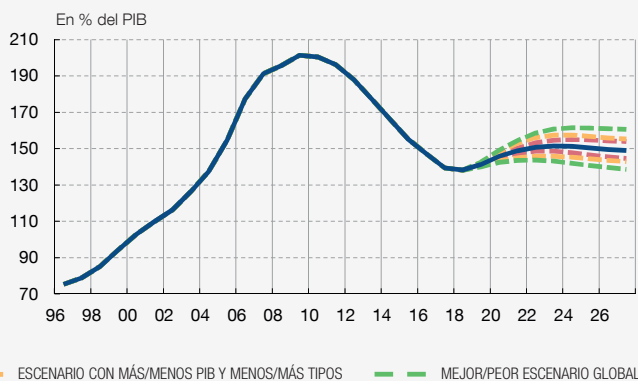
2 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA DEUDA REAL DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (b)



3 SALDO REAL DE LA DEUDA DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO (c)



4 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



FUENTE: Banco de España.

a Para calcular el crecimiento real, el saldo nominal se ha deflactado por el deflactor del consumo.
 b Para calcular el crecimiento real, el saldo nominal se ha deflactado por el deflactor del PIB.
 c Saldos reales deflactados por el deflactor del PIB.

visión macroeconómico realizado por el Banco de España, para posteriormente seguir evolucionando hasta 2027, en el caso de las variables de escala, con una senda acorde con el crecimiento potencial de la economía; en el de los costes de financiación, según las expectativas del mercado para el euríbor, y, por último, en el caso de la variable poblacional, en línea con las últimas proyecciones del INE. A partir de este escenario base, se han considerado adicionalmente otros seis que pueden arrojar un rango de referencia dentro del cual la deuda del sector privado no financiero podría evolucionar en el futuro. En particular, los dos primeros prevén que la población de entre 30 y 54 años aumente/disminuya 1 pp más que lo recogido en el escenario base; los dos siguientes se construyen suponiendo que el PIB crece a un ritmo 1 pp por encima/debajo de lo contemplado en el escenario base y que los tipos disminuyen/aumentan 100 pb respecto a la senda prevista en el escenario base; y, por último, los dos restantes incorporan a la vez los dos escenarios extremos descritos anteriormente.

Como se observa en los gráficos 1.1 y 1.2, de acuerdo con los resultados de las estimaciones, todas las variables explicativas consideradas habrían contribuido positivamente al crecimiento de la deuda real de los hogares y las sociedades no financieras durante los años previos a la crisis. Tras el estallido de esta, se produjo una brusca corrección del ritmo de avance del endeudamiento privado en línea con el deterioro del escenario macroeconómico, el pinchazo de la burbuja inmobiliaria y el encarecimiento real de la financiación. En el caso de los hogares, además, a partir de finales de 2008, la contribución positiva que había tenido la composición poblacional comenzó a reducirse. Estas tendencias se prolongaron, en el caso de las familias, hasta finales de 2012, cuando el endeudamiento llegó a reducirse un 7,3 % interanual, y, en el caso de las sociedades, hasta el segundo trimestre de 2013, cuando la deuda real llegó a caer hasta un 13,4 %, también en términos interanuales. Posteriormente, la mejoría gradual del entorno macroeconómico —que propició un aumento de las rentas y un avance de la inversión—, así como la progresiva recuperación del mercado inmobiliario, y más recientemente las favorables condiciones de financiación a las que habría contribuido la política monetaria expansiva del BCE, impulsó la ralentización de la caída del endeudamiento del sector privado no financiero (hasta el 2,9 % interanual en el caso de las sociedades y hasta el 2,6 % en el caso de los hogares, a finales de 2017).

Las simulaciones realizadas para el horizonte 2017-2027, con las debidas cautelas³, evidencian que, en el escenario base, el crecimiento de la deuda real de los hogares se situaría en niveles positivos en los próximos años, pero volvería a valores negativos a partir de 2024, lastrado en parte por el envejecimiento poblacional. En contraposición, la deuda de las sociedades no financieras comenzaría a mostrar un crecimiento positivo en 2018, que se mantendría con ese signo hasta el final del horizonte de proyección, impulsado principalmente por el avance de la inversión. De esta forma, según estas simulaciones, el nivel de la deuda del sector privado no financiero se elevaría muy gradualmente en los próximos años, de manera que a finales del horizonte de proyección, la deuda total supondría algo más del 90 % del nivel máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2009 (véase gráfico 1.3). En relación con ese nivel, los escenarios alternativos considerados arrojan una banda del volumen de deuda que se situaría entre el 80 % y el 112 % para finales de 2027, superando, en este último caso, el nivel máximo de 2009, si bien los supuestos implícitos en este escenario son muy optimistas, de modo que la probabilidad de que se materialicen es reducida.

En el gráfico 1.4 se presenta la evolución simulada para la ratio de endeudamiento del sector privado en los distintos escenarios. En el escenario base, esta se elevaría ligeramente en los próximos años, para después volver a descender levemente, de forma que a finales de 2027 se situaría en el 149 % del PIB, unos 10 pp por encima de los niveles de finales de 2017. Las bandas calculadas para los distintos escenarios muestran que, en principio, la ratio de endeudamiento no se acercaría a los niveles máximos de 2010, cuando llegó a superar el 200 % del PIB, ni siquiera en los escenarios más optimistas acerca de la evolución de esta variable.

Lógicamente, estos resultados deben tomarse con especial cautela, no solo por la habitual incertidumbre sobre las estimaciones basadas en un período histórico concreto, sino, además, por la necesidad de realizar proyecciones de variables económicas y poblacionales a largo plazo que están sujetas a un grado elevado de incertidumbre.

³ En particular, estas proyecciones muestran, en el corto plazo, una recuperación del crédito que parece excesivamente optimista dada la evolución más reciente. En este sentido, el principal valor del ejercicio es aproximar la evolución tendencial del crédito a medio y largo plazo, no debiéndose prestar importancia al perfil de las proyecciones.



3 EL DINAMISMO DE LA INVERSIÓN EN LA RECUPERACIÓN: DETERMINANTES Y RETOS



Cartel indicador del I Seminario Anual de Investigación en el edificio de Cibeles.

Resumen

Durante la actual fase de recuperación de la economía española, la inversión en bienes de equipo y en activos intangibles ha mostrado un marcado dinamismo. Una serie de factores, de naturaleza macroeconómica y microeconómica, explican este buen comportamiento, tanto en términos absolutos como en relación con la UEM. Entre estos determinantes destacan la relajación de las condiciones financieras externas y la disponibilidad de fondos propios para financiar la inversión, la reducción de la incertidumbre y la mayor orientación exportadora del sector empresarial, además del efecto habitual en las recuperaciones económicas de la mejora de la demanda interna.

En el corto y medio plazo, la evolución de la inversión empresarial vendrá marcada por la existencia de algunos soportes. Entre estos soportes destacan la expansión de la economía, que se espera que continúe en los próximos años, y el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables. Además, la inversión debería verse favorecida por la mejora en algunos de los desequilibrios previos (en particular, el menor endeudamiento del sector empresarial y una distribución del crédito entre compañías más favorable al crecimiento), así como por las ganancias de competitividad acumuladas en los años anteriores, en un contexto esperado de continuado dinamismo de los mercados exteriores.

Pero también persisten algunos obstáculos, que podrían condicionar la evolución en el corto, medio y largo plazo. En cuanto a los factores que pueden limitar la evolución de la inversión en equipo y activos intangibles en el corto plazo, destacan los riesgos asociados al posible aumento de la incertidumbre económica, tanto a escala global (como consecuencia del aumento del proteccionismo, el *brexit* o la posible recurrencia de episodios de incertidumbre política en Europa) como nacional (elevada fragmentación parlamentaria o incertidumbre política en Cataluña). A medio plazo, persisten algunos elementos limitativos del potencial de avance de la inversión empresarial y su efectividad, incluyendo algunos ligados a ciertos aspectos del marco institucional (en los ámbitos de la regulación, la competencia o la efectividad del sistema judicial), las distorsiones impositivas o el posible mantenimiento de niveles reducidos de inversión pública productiva. A más largo plazo, existen una serie de tendencias, de naturaleza global, que podrían condicionar la dinámica inversora, entre las que destacan, en particular, la mayor terciarización de las economías, la globalización, el cambio tecnológico y el envejecimiento poblacional.

1 Introducción

La inversión empresarial es un elemento fundamental tanto de la dinámica cíclica de la economía como del crecimiento económico a largo plazo. Desde el punto de vista del gasto, la formación bruta de capital fijo supone actualmente en España en torno al 20 % del PIB. De esta, una mitad es inversión en equipo, maquinaria y bienes intangibles, mientras que la otra mitad se encuentra vinculada a la construcción, tanto residencial como no residencial. Las decisiones de inversión determinan el *stock* de capital de la economía y, por tanto, afectan a su crecimiento a largo plazo, en la medida en que permiten renovar el capital instalado e incorporar en él el progreso tecnológico, así como expandir la capacidad productiva de las empresas. Asimismo, la inversión en actividades de investigación y desarrollo, entre otras, promueve directamente el progreso técnico. Desde una perspectiva de corto plazo, se trata del componente más volátil de la demanda agregada, de manera que sus oscilaciones condicionan las fluctuaciones cíclicas de la producción y del empleo.



FUENTE: Banco de España.

Este capítulo profundiza en los factores determinantes del dinamismo reciente de la inversión en equipo e intangibles en la economía española. En la sección siguiente se caracteriza la evolución de estos componentes de la inversión en la actual fase de recuperación y se proporciona una perspectiva comparada internacional. En la sección tercera, por su parte, se discuten los determinantes de este dinamismo, distinguiendo entre condiciones de financiación, orientación exportadora y evolución de la incertidumbre. Finalmente, el capítulo se cierra con una discusión de los soportes y límites que condicionarán la evolución futura de la inversión en el corto, medio y largo plazo.

2 El dinamismo de la inversión en la recuperación

La inversión, excluyendo la construcción¹, está mostrando un dinamismo significativo durante la actual fase de recuperación de la economía española. Entre 2013 y 2017, este agregado, que incluye la inversión en bienes de equipo, maquinaria e intangibles, aumentó, en términos reales, cerca de un 27 %, frente al 12 % de avance acumulado del PIB. Ello permitió que a lo largo de 2017 se superase el nivel previo a la crisis, tras haber registrado en el período recesivo una caída superior a la del producto de la economía (del -13 %, frente al -8 % del PIB) (véase gráfico 3.1.1). De esta manera, este tipo de inversión ha ganado en la última década peso en el PIB, en torno a 1 punto porcentual (pp), hasta situarse en 2017 algo por encima del 10 %, lo que representa el registro más alto de las tres últimas décadas, período en el que dicha ratio se situó, en promedio, en el entorno del 9,5 % del PIB (véase gráfico 3.1.3).

El empuje reciente de la inversión ha sido generalizado por componentes, tanto en bienes de equipo como en activos intangibles². La inversión en activos intangibles (que incluye

¹ Formación bruta de capital fijo en términos reales, excluyendo «Viviendas» y «Otros edificios y construcciones», de acuerdo con la Contabilidad Nacional.

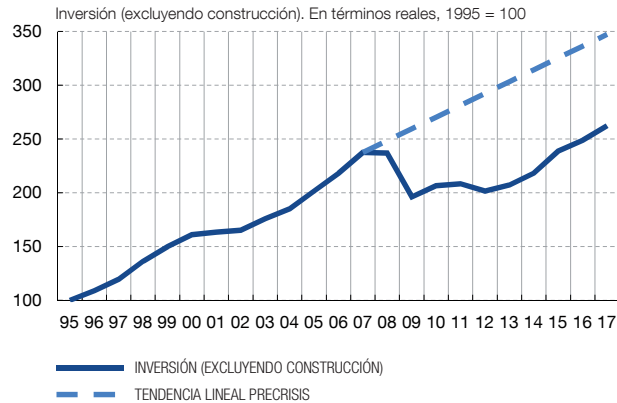
² La inversión en bienes de equipo se refiere a la categoría «Maquinaria y bienes de equipo y sistemas de armamento» de la Contabilidad Nacional. La de activos intangibles, a la de «Productos de la propiedad intelectual».

LA INVERSIÓN EN EQUIPO E INTANGIBLES ESTÁ MOSTRANDO UN DINAMISMO SIGNIFICATIVO EN LA RECUPERACIÓN

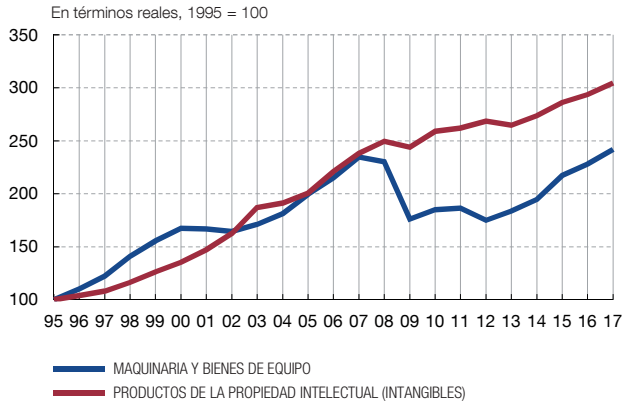
GRÁFICO 3.1

El empuje ha sido generalizado por componentes, tanto en bienes de equipo y maquinaria como en activos intangibles, cuya acumulación mantuvo, incluso durante la crisis, la tendencia creciente de las últimas décadas. La inversión vinculada a la construcción, por su parte, mostró una evolución menos favorable, representando todavía en 2017 algo menos del 50% de su nivel anterior a la crisis.

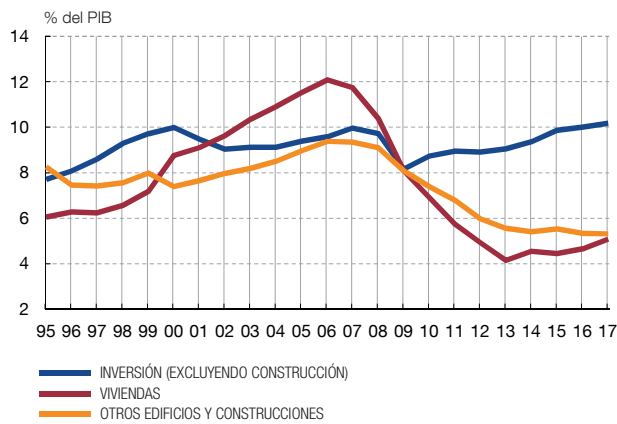
1 DINAMISMO SIGNIFICATIVO DE LA INVERSIÓN (EXCLUYENDO CONSTRUCCIÓN) EN LA RECUPERACIÓN...



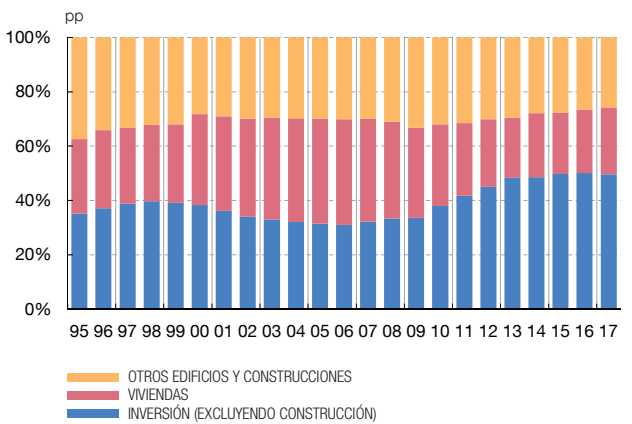
2 QUE HA SIDO GENERALIZADO POR COMPONENTES



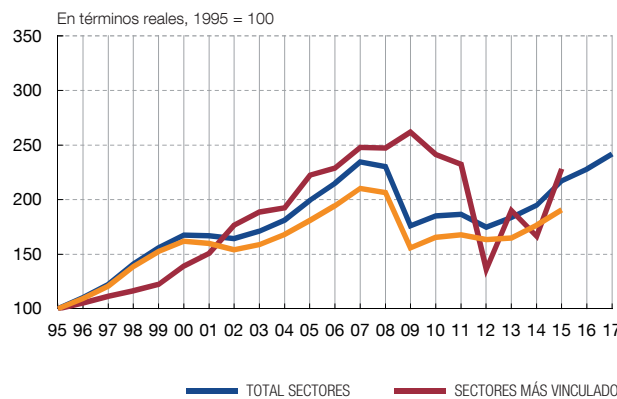
3 MIENTRAS QUE LA INVERSIÓN VINCULADA A LA CONSTRUCCIÓN MOSTRÓ UNA EVOLUCIÓN MENOS FAVORABLE...



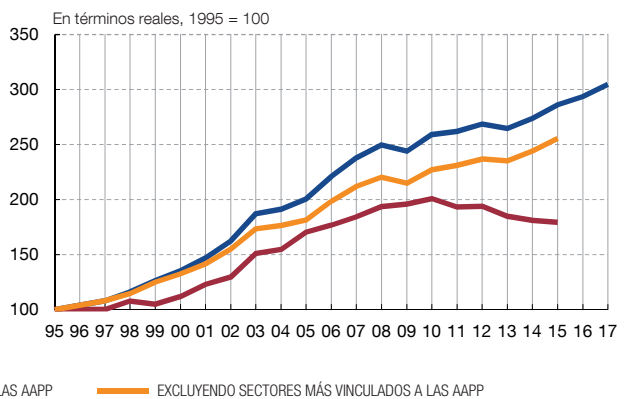
4 DE MANERA QUE LA INVERSIÓN EN EQUIPO E INTANGIBLES GANÓ PESO EN EL TOTAL



5 LA INVERSIÓN EN EQUIPO EN LOS SECTORES MÁS VINCULADOS A LA ACTIVIDAD PÚBLICA TAMBIÉN SE RECUPERÓ...



6 MIENTRAS QUE LA DEDICADA A INTANGIBLES MANTUVO UNA LIGERA TENDENCIA DECRECIENTE

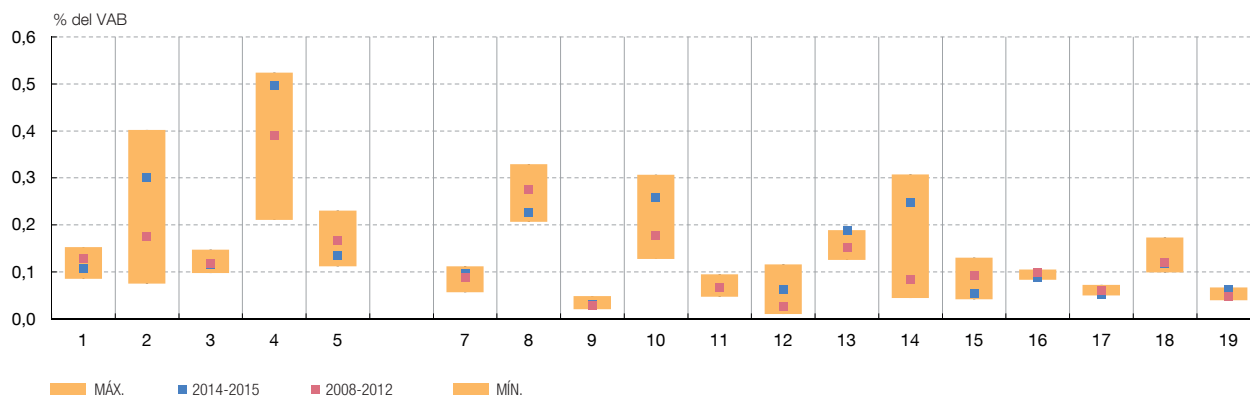


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



La mejora de la inversión (excluyendo construcción) fue generalizada por ramas productivas. La ratio de inversión sobre el valor añadido en una mayoría de ramas fue superior en 2014-2015 a la del período de crisis.

RATIO DE INVERSIÓN SOBRE VALOR AÑADIDO, POR RAMAS (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Ramas: (1) Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca; (2) Industrias extractivas; (3) Industria manufacturera; (4) Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado; (5) Suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación; (6) Construcción [excluido]; (7) Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos de motor y motocicletas; (8) Transporte y almacenamiento; (9) Hostelería; (10) Información y comunicaciones; (11) Actividades financieras y de seguros; (12) Actividades inmobiliarias; (13) Actividades profesionales, científicas y técnicas; (14) Actividades administrativas y servicios auxiliares; (15) Administración Pública y Defensa, Seguridad Social obligatoria; (16) Educación; (17) Actividades sanitarias y de servicios sociales; (18) Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento; (19) Otros servicios.

[Descargar](#)

rúbricas tales como los programas informáticos, las bases de datos, o la I + D + i) pasó a representar cerca del 30 % de la inversión sin construcción en 2017, frente al 18 % de principios de siglo, presentando además una volatilidad cíclica muy inferior a la de la inversión en equipo (véase gráfico 3.1.2). Esta última rúbrica sufrió un fuerte ajuste durante la crisis, pero su dinamismo en la fase de recuperación ha permitido más que compensar las pérdidas previas, de manera que su nivel se situó en 2017 un 3 % por encima del observado en 2007.

La mejora de la inversión sin construcción también fue generalizada por ramas productivas³. Así, la ratio de inversión sobre el valor añadido en una gran mayoría de ramas fue superior en el bienio 2014-2015 (último año para el que se dispone de información desagregada) que en el período anterior de crisis. Las ramas en las que el incremento de la ratio de la inversión sobre valor añadido fue mayor presentan un perfil diverso, incluyendo las extractivas, energéticas, información y comunicaciones, y actividades administrativas y servicios auxiliares (véase gráfico 3.2).

Sin embargo, la inversión vinculada a la construcción⁴ ha mostrado una evolución mucho menos favorable en la recuperación, representando en 2017 algo menos del 50 % de su nivel anterior a la crisis. Este comportamiento agregado refleja, en primer lugar, el reajuste de la inversión en vivienda, que, a pesar de la mejora más reciente, ha visto descender su peso en el PIB hasta niveles en el entorno del 5 % en 2017, en línea con los países de nuestro entorno, frente al 12 % antes de la crisis, tras la fuerte expansión del sector residencial que se produjo a partir de finales del siglo pasado

³ Excluyendo la parte de la rama de servicios inmobiliarios que mide las rentas inmobiliarias imputadas.

⁴ En este concepto se incluyen las categorías «Viviendas» y «Otros edificios y construcciones» de la Contabilidad Nacional.

(véase gráfico 3.1.3). Por otra parte, el resto de la construcción continuó perdiendo peso en el producto en los años más recientes, y ya encadena una década a la baja. En 2017, esta rúbrica supuso algo más de un 5 % del PIB, tras haberse reducido unos 4 pp del PIB desde 2007. La evolución de este componente refleja, en gran medida, el impacto del proceso de consolidación fiscal, que ha descansado, de manera crucial, sobre la inversión en construcción del sector público, incluyendo la relativa a las infraestructuras de transporte⁵.

La inversión en equipo e intangibles de los sectores más ligados a la actividad pública⁶ contribuyó al dinamismo de la recuperación, aunque en menor medida que el resto de sectores, tras retroceder con fuerza durante el último período recesivo. Entre 2013 y 2015, la inversión en equipo de estos sectores, que supone cerca del 10 % del total, avanzó en línea con la del resto, recuperando algo más del 90 % del nivel anterior al inicio de la crisis (véase gráfico 3.1.5). Por su parte, la inversión en productos relativos a la propiedad intelectual de las ramas con mayor presencia pública (que supone algo más del 15 % del total) continuó mostrando la ligera tendencia decreciente que comenzó en 2011, en contraste con el dinamismo observado en los otros sectores (véase gráfico 3.1.6).

El comportamiento reciente de la inversión en equipo resulta similar al de la fase cíclica de los años noventa, a pesar del intenso proceso de desapalancamiento que han realizado las sociedades no financieras en los últimos años⁷. A diferencia del episodio cíclico de los años noventa, la crisis iniciada en 2008 dio paso a dos procesos recesivos consecutivos, de manera que la comparación de la recuperación que comenzó a finales de 2013 y la que lo hizo en 1993 puede estar distorsionada por el distinto punto de partida en el que se encontraba la economía en cada uno de los dos momentos. La evidencia histórica sugiere que las recesiones que van acompañadas de procesos severos de desapalancamiento empresarial suelen comportar efectos negativos más persistentes sobre la inversión⁸, lo que llevaría a esperar una evolución comparativamente más desfavorable de esta en el ciclo más reciente en relación con el de los años noventa. Sin embargo, el crecimiento de la inversión desde 2013 ha sido más elevado que el que se desprendería de su relación histórica con la actividad económica, a pesar del intenso proceso de reducción de la deuda corporativa que ha tenido lugar durante buena parte de la recuperación (véanse gráficos 3.3.1 a 3.3.3).

La evolución de la inversión en la recuperación está siendo algo más favorable en España que en el conjunto de la zona del euro. La dinámica de la inversión en el conjunto de la UEM presenta, no obstante, una marcada heterogeneidad entre países, con un peor comportamiento relativo desde finales de 2013 de la inversión (excluyendo la construcción) en el caso de Italia y más favorable en Francia, dentro del grupo de los cuatro países más grandes

5 Véase J. J. Pérez e I. Solera (2017), «La evolución de la inversión pública durante la crisis y la recuperación», *Boletín Económico*, 4/2017, Banco de España.

6 Definida, en este caso, como la realizada por las ramas «Administración Pública y Defensa; Seguridad Social obligatoria», «Educación» y «Actividades sanitarias y de servicios sociales», de acuerdo con el INE. En las dos últimas ramas, no obstante, si bien la actividad pública es mayoritaria, realizan actividad también empresas de propiedad y control privado. De la misma manera, en otros sectores de actividad se registra una presencia importante de empresas de propiedad mayoritariamente pública (por ejemplo, Adif o Aena). Desafortunadamente, las estadísticas oficiales no permiten una mejor separación de las actividades públicas y privadas.

7 No se dispone de información oficial del INE sobre la inversión en activos de la propiedad intelectual para el período anterior a 1995.

8 Véase, entre otros, Honkapohja y Koskela (1999), «The economic crisis of the 1990's in Finland», *Economic Policy*, 14, pp. 401-436.

de la UEM (véanse gráficos 3.3.4 a 3.3.6). La debilidad de la inversión empresarial a escala global en los primeros años de la recuperación ha sido analizada en un conjunto amplio de estudios recientes⁹. Para el caso de los países de la UEM, sin embargo, la evidencia disponible muestra que, en una mayoría de estos, la inversión empresarial evolucionó en línea con la actividad agregada. El mejor comportamiento relativo de la inversión (excluyendo la construcción) en el caso español, en proporción al producto de la economía, ha permitido cerrar la brecha existente con los principales países de la UEM. En cuanto a su composición, en 2017 la inversión en equipo sobre el total de la inversión en España supuso un porcentaje superior (70 %) al promedio de Alemania, Francia e Italia (60 %), mientras que el peso relativo de la inversión en intangibles se situó todavía por debajo de la referencia de estos países.

Desde una perspectiva más global, la dinámica de la inversión en la UEM ha sido más moderada que en Estados Unidos, que mantiene una ratio de inversión sobre el producto significativamente más elevada. La inversión empresarial en la economía estadounidense ha registrado en las dos últimas décadas incrementos más significativos que en la UEM, tanto en el caso de la inversión en equipo como en el de los activos intangibles (véase gráfico 3.4). A pesar de ello, la UEM habría cerrado en los últimos años gran parte de la brecha existente en intangibles¹⁰. Dada la relevancia que está adquiriendo este último tipo de activos en el conjunto de economías desarrolladas, en el recuadro 3.1 se profundiza en su definición, medición y las implicaciones que un mayor peso de este tipo de activos conlleva para el progreso técnico y la productividad agregada de la economía.

3 La recuperación de la inversión: financiación, incertidumbre y orientación exportadora

Una serie de factores de naturaleza tanto macroeconómica como microeconómica permiten explicar el buen comportamiento inversor de las empresas españolas con respecto a las del área del euro. Entre estos determinantes, destacan la mejora de las condiciones financieras externas y el uso de fondos propios para financiar la inversión, la reducción de la incertidumbre económica y política, y la intensificación de la orientación exportadora de las empresas españolas durante los últimos años. La relajación de las condiciones financieras desde 2013, y una mejor asignación de los flujos financieros hacia las empresas más productivas, habría impactado de manera más favorable en las empresas españolas que en el promedio del área del euro, dada una condición de partida más desfavorable para el conjunto de las compañías españolas, en términos tanto de las mayores limitaciones para la obtención de financiación crediticia, y de los mayores costes de acceso a ella, como del fuerte desapalancamiento empresarial¹¹. Asimismo, la reducción de la incertidumbre, tras los episodios de crisis soberana del área del euro entre los años 2010 y 2012, habría favorecido más a las economías que mostraron un mayor grado de vulnerabilidad durante esta fase de la crisis, como España. Por otra parte, la fortaleza de la inversión en nuestro país se continuó apoyando en la fase más reciente en dos soportes fundamentales que operaron durante la última fase recesiva: la disponibilidad comparativamente más holgada de recursos propios y la recomposición de la demanda que se produjo desde principios de la crisis desde su componente interno al externo. Esto último conllevó unas necesidades mayores de inversión a escala agregada, para mantener el fuerte ritmo de expansión de la capacidad exportadora de la economía. La contribución de estos elementos se analiza en detalle a continuación.

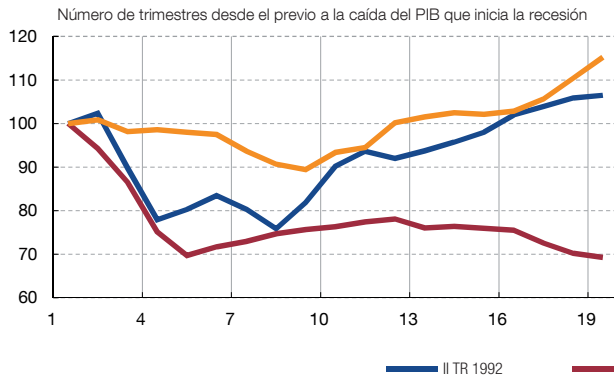
9 Véanse M. Banbura et al. (2018), *Low investment in the EU*, Documento Ocasional del BCE, de próxima publicación, o J. C. Berganza, S. Romero, T. Sastre, P. Burriel y M. Folch (2015), «La debilidad de la inversión empresarial en las economías desarrolladas», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.

10 Una explicación estructural de este hecho se puede encontrar en R. Döttling, G. Gutiérrez y T. Philippon (2017), «Is there an investment gap in advanced economies? If so, why?», ECB Forum of Central Banking, junio.

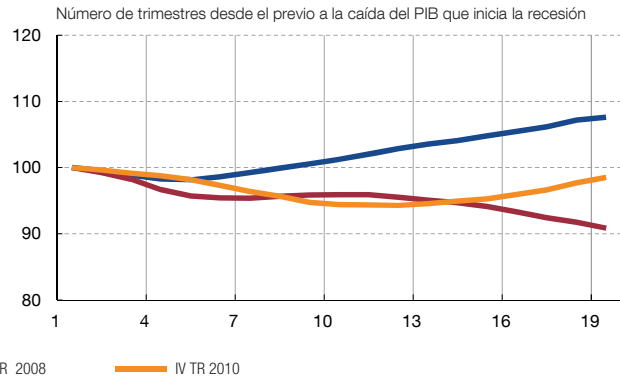
11 Sobre la financiación de la inversión en España véase el capítulo 2 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.

El comportamiento reciente de la inversión en equipo resulta similar al de la fase cíclica de los años noventa, a pesar del intenso proceso de reducción de la deuda por el que han atravesado las sociedades no financieras. Asimismo, en términos comparativos, la evolución de la inversión en la recuperación está siendo algo más favorable en España que en el conjunto de la zona del euro.

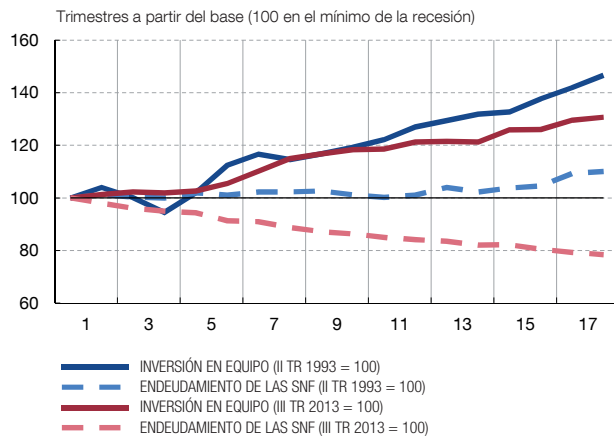
1 LA INVERSIÓN EN EQUIPO EN VARIOS EPISODIOS CÍCLICOS



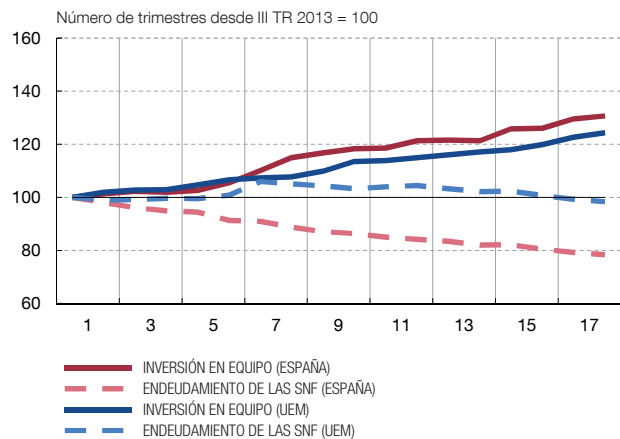
2 EVOLUCIÓN DEL PIB EN VARIOS EPISODIOS CÍCLICOS



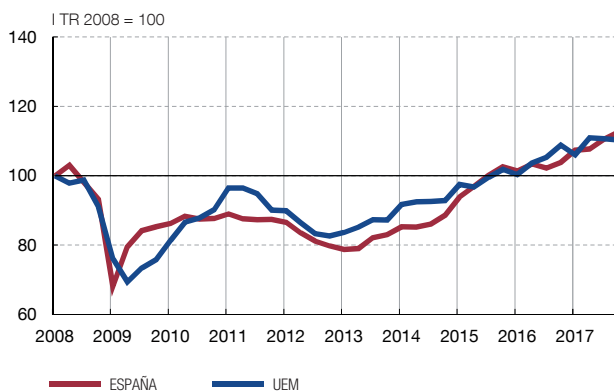
3 INVERSIÓN Y DESEUDEAMIENTO EN PERÍODOS DE RECUPERACIÓN



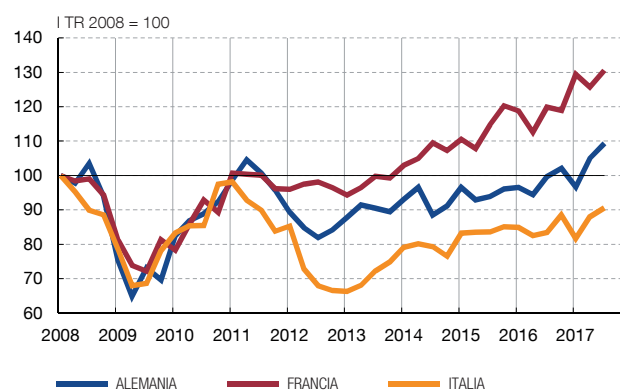
4 INVERSIÓN Y DESEUDEAMIENTO: ESPAÑA Y UEM



5 INVERSIÓN SIN CONSTRUCCIÓN EN LA ÚLTIMA DÉCADA: ESPAÑA Y UEM



6 INVERSIÓN SIN CONSTRUCCIÓN EN LA ÚLTIMA DÉCADA: PAÍSES DE LA UEM

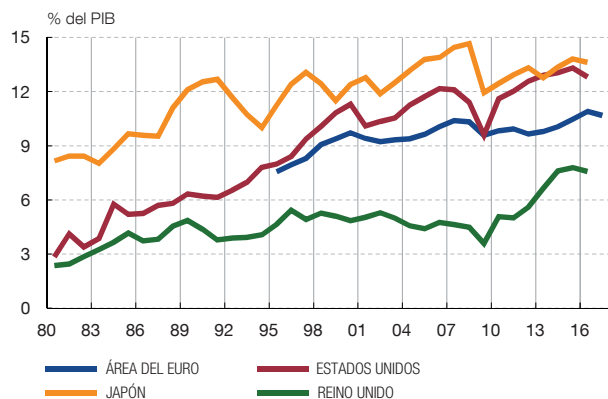


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

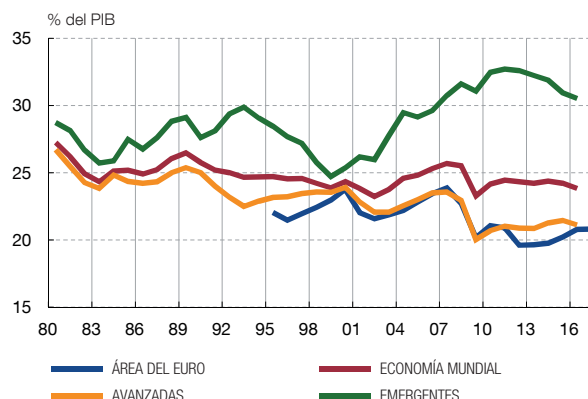
[Descargar](#)

Desde una perspectiva global, la evolución de la inversión en la UEM ha sido más moderada que en Estados Unidos, que mantiene una ratio sobre el producto significativamente más elevada. A pesar de esto, la UEM habría cerrado en los últimos años gran parte de la brecha existente en intangibles. En el caso español, el peso de estos es menor que en la media de los principales países de la UEM.

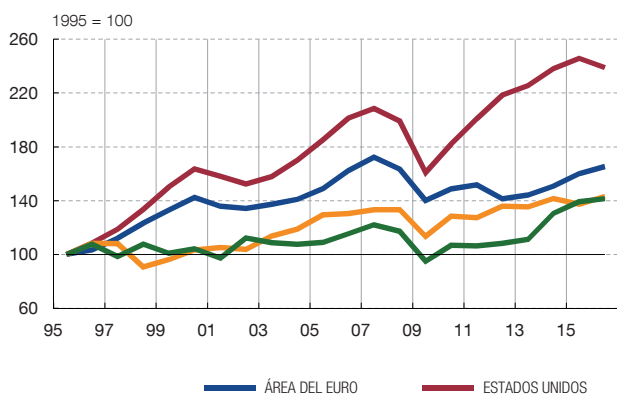
1 EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN SIN CONSTRUCCIÓN A ESCALA GLOBAL



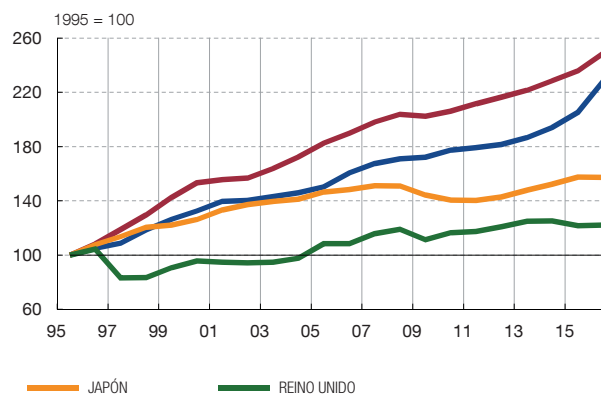
2 EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN TOTAL A ESCALA GLOBAL



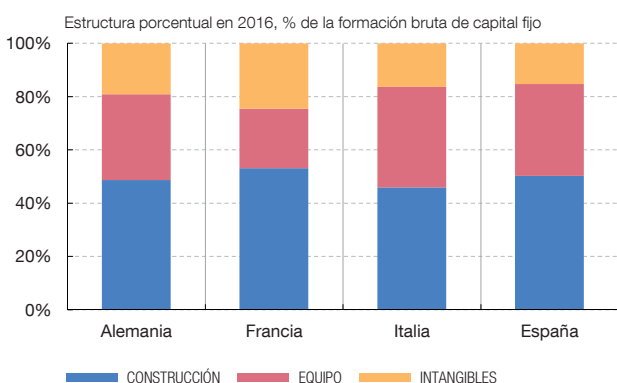
3 EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN EQUIPO A ESCALA GLOBAL



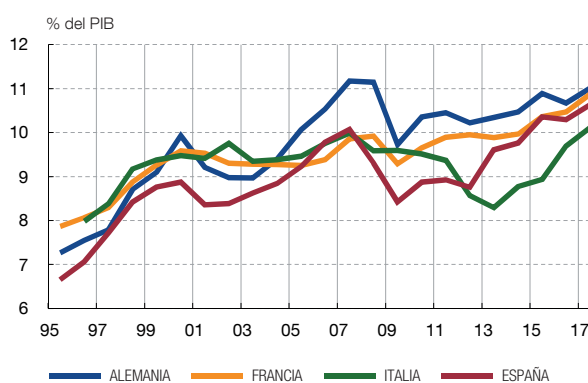
4 EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN INTANGIBLES A ESCALA GLOBAL



5 ESTRUCTURA DE LA INVERSIÓN EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA UEM



6 LA INVERSIÓN SIN CONSTRUCCIÓN EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA UEM



FUENTES: Eurostat y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.



Las fuentes internas de financiación desempeñaron un papel significativo en la evolución de la inversión durante la crisis y también en la posterior recuperación. En las etapas iniciales de la crisis, las tensiones en los mercados financieros mayoristas tuvieron un impacto contractivo sobre la oferta de crédito bancario. En este contexto, las instituciones financieras trasladaron el encarecimiento de su coste de financiación a sus operaciones de crédito a las empresas. En una economía tan bancarizada como la española, estos desarrollos indujeron a muchas empresas a la sustitución, al menos parcial, del crédito bancario por fuentes alternativas de financiación, como la emisión de valores, en el caso de las empresas de mayor dimensión, y, con carácter más general, un mayor recurso a los fondos propios, a través de aumentos del excedente bruto de explotación, conocido habitualmente como «margen empresarial»¹². Existe cierta evidencia de que este comportamiento contracíclico de los márgenes no ha sido un fenómeno exclusivo de España, ya que se observó también en otros países del área del euro sometidos a un mayor tensionamiento financiero durante la crisis (como Portugal e Irlanda)¹³, así como en Estados Unidos¹⁴. En la fase más reciente de recuperación, se ha mantenido este mayor peso de las fuentes de financiación interna, a pesar de que las medidas adoptadas por las autoridades tanto nacionales como europeas, incluyendo la política monetaria expansiva llevada a cabo en los últimos años por el BCE, han inducido una mejora apreciable en las condiciones de acceso a la financiación tanto bancaria como no intermediada (véase gráfico 3.5). En particular, el recurso a fondos propios ha resultado particularmente relevante durante la crisis y la recuperación para la financiación de la inversión en intangibles, lo que posiblemente refleja la mayor dificultad de acceso a la financiación ajena para financiar proyectos de inversión de ese tipo de activos¹⁵.

Por otra parte, el desendeudamiento agregado del sector de sociedades no financieras de los últimos años ha sido compatible con una reasignación de los flujos de financiación hacia empresas más productivas. En un contexto de mejora de las condiciones financieras de la economía española, más significativa que en el conjunto de la UEM, el crédito se ha destinado, en general, hacia aquellas empresas con una mejor situación económica y financiera, lo que ha favorecido la dinámica de la inversión, dado que estas empresas se encuentran en mejor situación para acometer nuevos proyectos. La proporción de sociedades que han llevado a cabo inversiones en los últimos años ha aumentado, y también lo ha hecho la cuantía media invertida por las empresas (véanse gráficos 3.5.5 y 3.5.6). Asimismo, la asignación del crédito está siendo más eficiente en comparación con lo observado antes de la crisis, en el sentido de que los recursos tienden a dirigirse hacia empresas que, en promedio, son más productivas y presentan una situación financiera más saneada¹⁶. Esta evolución contrasta con la evidencia existente para el período previo a la crisis, que muestra que en esos años la inversión se destinó principalmente hacia aquellos proyectos que ofrecían comparativamente mejores garantías (colaterales), lo que se tradujo en una concentración en sectores y, dentro de estos, en empresas, menos productivos¹⁷.

12 Véanse el capítulo 2 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España, o J. M. Montero y A. Urtasun (2014), «Price-cost mark-ups in the Spanish economy: a microeconomic perspective», Documentos de Trabajo, n.º 1407, Banco de España.

13 Véase el capítulo 4 del *Informe Anual, 2014*, del Banco de España.

14 Véase S. Gilchrist, J. W. Sim y E. Zakrajšek (2014), *Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics*, NBER Working Paper, n.º 20038, National Bureau of Economic Research, Estados Unidos.

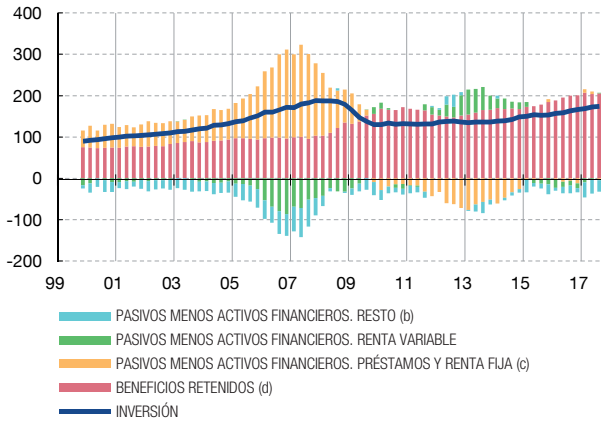
15 Véase D. Dejuán, Á. Menéndez y M. Mulino (2018), «Evolución de la inversión en el sector empresarial no financiero español», *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.

16 Véase el capítulo 2 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.

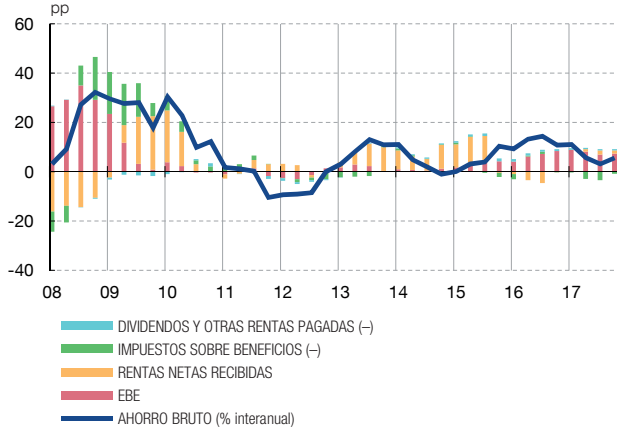
17 Véanse Ó. Arce, J. M. Campa y Á. Gavilán (2013), «Macroeconomic adjustment under loose financing conditions in the construction sector», *European Economic Review*, 59, pp. 19-34; S. Basco, D. López Rodríguez y E. Moral-Benito (2017), *Housing Bubbles and misallocation: evidence from Spain*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación; Martín, Moral-Benito y Schmitz (2018), *The Financial Transmission of Sectoral Shocks: Evidence from the Spanish Housing Bubble*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación, y G. Jiménez, E. Moral-Benito y R. Vegas (2018), *Bank Lending Standards over the Cycle: The Role of Firms' Productivity and Credit Risk*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Las fuentes internas de financiación de la inversión desempeñaron un papel significativo en la fase de crisis, pero también en la posterior recuperación. Por otra parte, el desendeudamiento agregado del sector de sociedades no financieras de los últimos años ha sido compatible con una reasignación entre empresas de los flujos de financiación hacia las más productivas

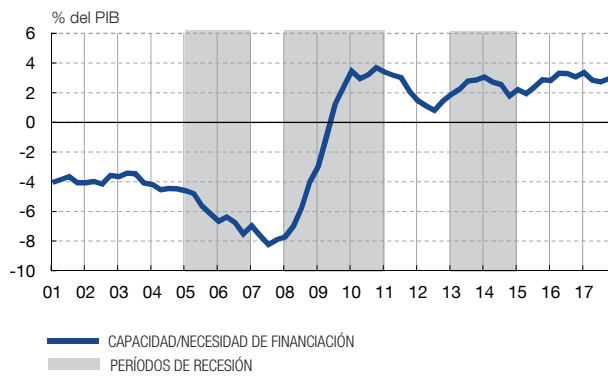
1 FLUJOS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



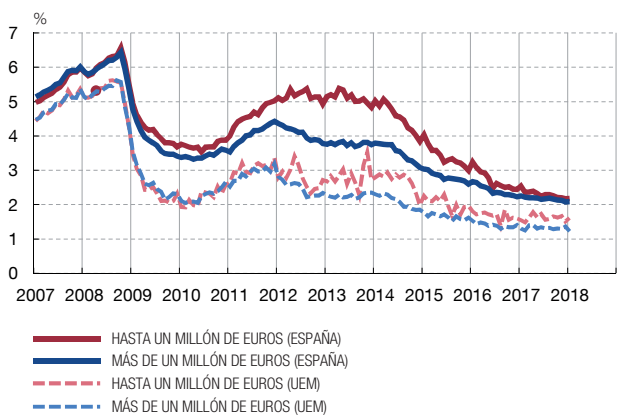
2 CRECIMIENTO NOMINAL DEL AHORRO BRUTO EMPRESARIAL Y CONTRIBUCIONES



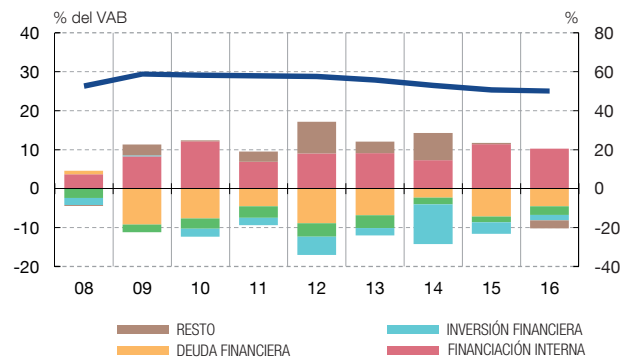
3 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



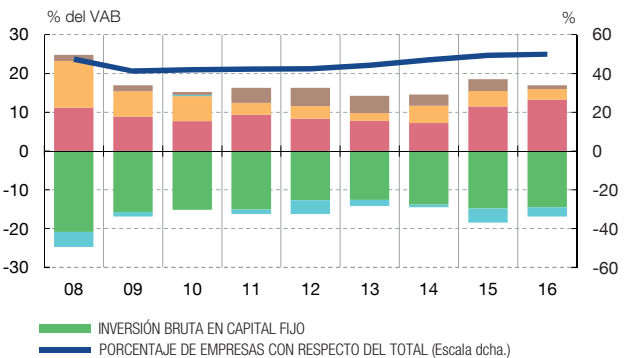
4 TIPOS DE INTERÉS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



5 FLUJOS DE ACTIVO Y PASIVO DE EMPRESAS CON INVERSIÓN NETA NEGATIVA (e)



6 FLUJOS DE ACTIVO Y PASIVO DE EMPRESAS CON INVERSIÓN NETA NULA O POSITIVA (e)



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

- a Flujos acumulados de cuatro trimestres.
- b Incluye ajustes estadísticos.
- c Incluye préstamos de residentes y no residentes.
- d Ahorro bruto más transferencias netas de capital.
- e Se entiende por inversión neta el flujo de formación bruta de capital fijo (material e inmaterial) neta de consumos de capital.



La incertidumbre se ha reducido en los últimos años de manera significativa, desde los máximos registrados en 2012¹⁸. De acuerdo con los indicadores disponibles, la reducción de la incertidumbre durante la recuperación fue especialmente significativa hasta finales de 2015, momento a partir del cual repuntó, en un proceso vinculado, en primer lugar, a la incertidumbre política, ligada al elevado grado de fragmentación parlamentaria tras las citas electorales de diciembre de 2015 y junio de 2016 y, más recientemente, a partir de mediados de 2017, a las tensiones relacionadas con la situación política en Cataluña (véase gráfico 3.6).

La evidencia disponible para España revela que la moderación de la incertidumbre ha tenido efectos positivos sobre las decisiones de inversión de las empresas. Una de las características habituales de los procesos inversores es la discrepancia temporal entre los costes de la ampliación del capital productivo, en los cuales las empresas incurren en el corto plazo, y los flujos de rentas obtenidos a partir de la inversión realizada, que se materializan solamente a lo largo de un horizonte temporal mucho más dilatado y no pueden ser estimados con precisión *ex ante*. De este modo, una reducción del grado de incertidumbre hace que las empresas se embarquen en proyectos de inversión que, en otras condiciones, habrían pospuesto hasta disponer de mejor información. En efecto, de acuerdo con los trabajos disponibles para España, el efecto de una reducción de la incertidumbre tiene efectos positivos y significativos sobre la inversión¹⁹ (véase el panel 3 del gráfico 3.6). Resulta relevante, además, distinguir entre tipos de empresas, dado que el efecto de la incertidumbre puede variar según las características de las mismas (véase gráfico 3.6.4). En concreto, los estudios más recientes²⁰ muestran que las pequeñas y medianas empresas son más vulnerables a perturbaciones relacionadas con la incertidumbre económica, reaccionando en mayor medida que las empresas grandes. También se encuentran respuestas diferentes según la posición financiera, de manera que las empresas con una mayor ratio de endeudamiento se ven afectadas de modo más acusado por la incertidumbre²¹.

Durante la crisis y la posterior recuperación, ha aumentado la orientación exportadora de las empresas españolas, lo que ha impulsado la inversión. El importante aumento de las ventas al resto del mundo durante los últimos años se ha apoyado, por una parte, en la recuperación de la competitividad que la economía española había perdido durante la etapa de expansión previa a la crisis, de manera que el ajuste de precios

18 La medición del grado de incertidumbre es una cuestión compleja, pudiéndose elaborar, no obstante, diversos indicadores que permiten aproximarla. Véase M. Gil, J. J. Pérez y A. Urtasun (2017), «*Incertidumbre macroeconómica: medición e impacto sobre la economía española*», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España, para una discusión de la literatura y una propuesta de indicadores para la economía española.

19 Basados en modelos del tipo VAR (vectores autorregresivos), en los que se incorporan indicadores de incertidumbre y la inversión en bienes de equipo. Se añaden también como variables de control adicionales el diferencial de la deuda soberana española frente a la alemana y un índice de precios, para tener en cuenta los posibles efectos de las variables financieras y nominales sobre los diferentes indicadores de incertidumbre. Asimismo, en el análisis se tiene en cuenta el efecto de la incertidumbre proveniente del entorno exterior, en particular de la UE, lo que permite aislar los efectos de perturbaciones idiosincrásicas nacionales.

20 Véase D. Dejuán y C. Ghirelli (2018), *Determinants of firms' investment in Spain: the role of policy uncertainty*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación. Este trabajo proporciona un análisis detallado de diferentes determinantes de la inversión usando microdatos de empresas españolas en el período 1997-2014 de la Central de Balances del Banco de España. El trabajo recoge la literatura que estudia dichos factores, destacando la importancia de determinantes tanto internos como externos a la empresa.

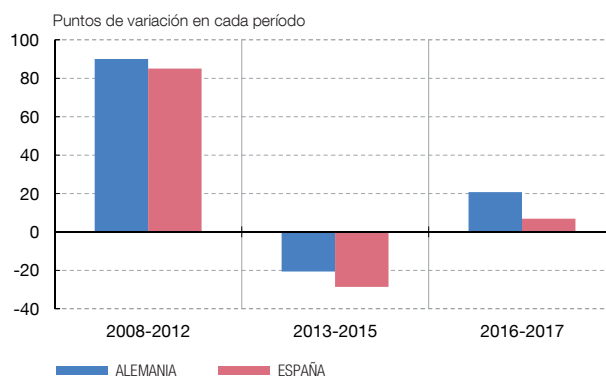
21 Con valores de la ratio de endeudamiento por encima de la mediana de la distribución de esta variable. Este efecto se relaciona directamente con la importancia de las fricciones financieras y el efecto de la incertidumbre sobre la demanda y oferta de crédito. Presentar bajo nivel de rentabilidad, sin embargo, no parece explicar efectos diferenciales del impacto de la incertidumbre.

La incertidumbre económica se redujo de manera significativa durante la recuperación reciente en España, desde los máximos registrados en 2012. La evidencia disponible, basada en datos tanto agregados como individuales, muestra que un entorno menos incierto favorece la inversión empresarial.

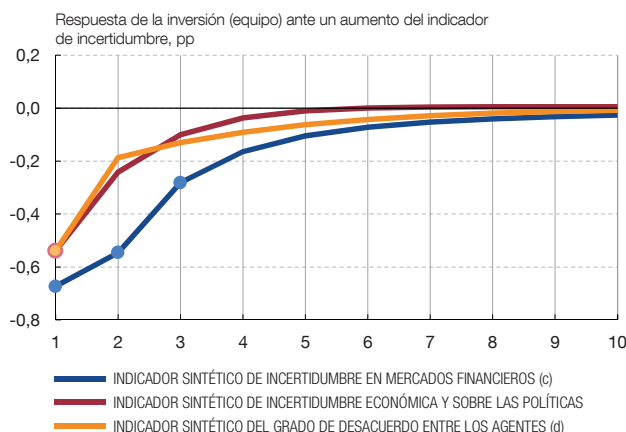
1 EVOLUCIÓN DE LA INCERTIDUMBRE ECONÓMICA EN ESPAÑA (a)



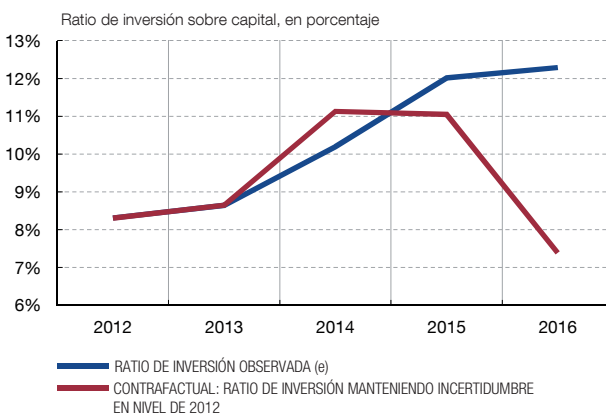
2 INCERTIDUMBRE MEDIDA POR EL INDICADOR EPU: ESPAÑA Y ALEMANIA



3 EFECTO DE LA INCERTIDUMBRE: MODELO CON DATOS AGREGADOS (b)



4 EFECTO DE LA INCERTIDUMBRE: MODELO CON DATOS INDIVIDUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, paneles de previsiones de FUNCAS, Comisión Europea, Barómetro del CIS, PRS Group, www.policyuncertainty.com y Banco de España.

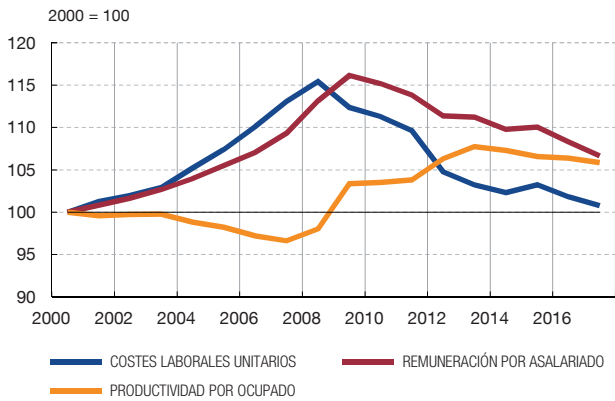
- a Indicador sintético elaborado aplicando la técnica de componentes principales, a partir de la información de los indicadores de valoración de la situación política actual y de las expectativas políticas del CIS, el indicador de incertidumbre sobre las políticas económicas (EPU), el indicador de riesgo político (PRS Group) y el grado de desacuerdo en las previsiones de déficit público.
- b En el modelo VAR se incluyen como variables endógenas la incertidumbre medida por los indicadores sintéticos de mercados financieros, de desacuerdo y de incertidumbre sobre las políticas económicas, la inversión, el diferencial de la deuda soberana española respecto al bono alemán y un índice de precios; y como variables exógenas, la volatilidad del EUROSTOXX-50, el EPU para el conjunto de la UE y un indicador sintético de incertidumbre europea (calculado de manera similar a los índices sintéticos para España).
 - Indica significatividad estadística al 5 %.
- c Indicador sintético elaborado aplicando la técnica de componentes principales, a partir de la información de los indicadores de volatilidad del IBEX-35, volatilidad del tipo de cambio, volatilidad del precio del petróleo y volatilidad del precio del bono a diez años.
- d Indicador sintético elaborado aplicando la técnica de componentes principales, a partir de la información de los indicadores de desacuerdo en las previsiones del PIB, del consumo privado y de la inversión en bienes de equipo, de incertidumbre acerca de las perspectivas de desempleo en los próximos doce meses, incertidumbre acerca de la cartera de pedidos de la industria e incertidumbre acerca de las expectativas de producción de la industria.
- e Ratio de inversión empresarial sobre el capital, de acuerdo con la Central de Balances del Banco de España.

 Descargar

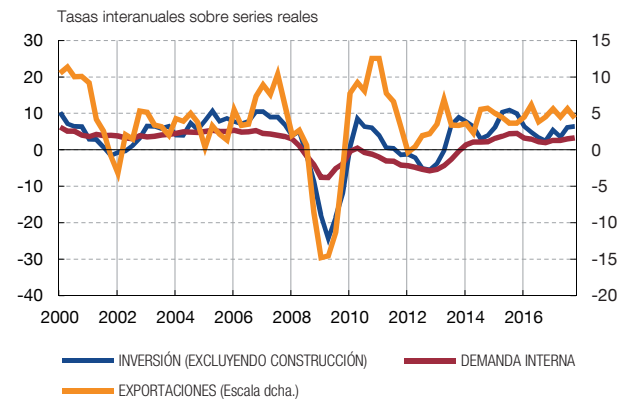
y de costes ha generado una depreciación del tipo de cambio real que habría contribuido al dinamismo de las exportaciones durante este periodo (véase gráfico 3.7.1). Asimismo, las empresas españolas aumentaron su orientación hacia los mercados exteriores ante la debilidad de la demanda interna, lo que se habría traducido en un aumento del volumen de exportaciones y del número de empresas que exportan regularmente. En concreto, entre las empresas manufactureras, aquellas con mayor presencia en los mercados exteriores pudieron compensar parcialmente la caída de sus ventas interiores con incrementos

Durante la crisis y la recuperación, ha aumentado la orientación exportadora de la economía española, lo que ha impulsado la inversión empresarial. La favorable evolución de las ventas al exterior se ha apoyado, por una parte, en la recuperación de la competitividad-precio que la economía española había perdido durante la etapa de expansión previa a la crisis. Asimismo, las empresas españolas aumentaron su orientación hacia los mercados exteriores ante la debilidad de la demanda interna.

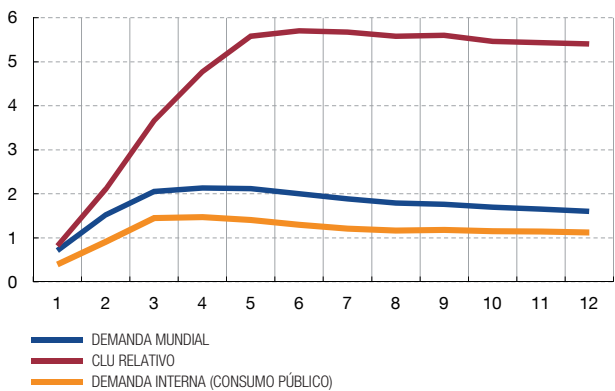
1 EVOLUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD



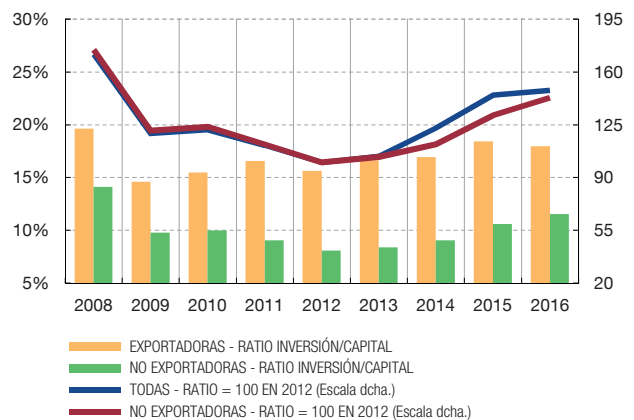
2 RELACIÓN ENTRE LA INVERSIÓN Y LA DEMANDA EXTERNA



3 RESPUESTA ACUMULADA DE LA INVERSIÓN A UN SHOCK EQUIVALENTE A UN AUMENTO DEL PIB DEL 1% EN TRES AÑOS (a)



4 INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS Y NO EXPORTADORAS: DATOS INDIVIDUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a Resultados del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE).



en sus flujos de exportación, lo que se vio apoyado, además, por la moderación de los costes laborales, de manera que dichas empresas, de acuerdo con las estimaciones disponibles, suplieron, en promedio, entre 2009 y 2013, alrededor de un tercio de la pérdida de sus ventas nacionales por las dirigidas a los mercados exteriores²².

La relevancia del incremento de la orientación exportadora sobre la inversión se confirma al analizar las decisiones individuales de las empresas con datos más recientes. La mayor propensión de las empresas exportadoras a mostrar ratios elevadas de inversión sobre el capital se ha agudizado durante la recuperación (véase gráfico 3.7.4)²³. Esta tendencia

22 Véase P. Antràs, M. Almunia, D. López Rodríguez y E. Morales (2018), *Venting Out: Exports during a Domestic Slump*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación. Véase también P. Soares y E. Prades (2017), «Does export concentration matter in economic adjustment programs? Evidence from the euro-area», *Journal of Policy Modelling*.

23 Véase D. Dejuán y C. Ghirelli (2018), *op. cit.*

se ha materializado a través de dos vías. En primer lugar, las empresas exportadoras se caracterizan por presentar ratios de inversión sobre su capital más elevadas, de manera que el crecimiento del número de empresas que exportan (margen extensivo) habría impulsado la inversión. En segundo lugar, la recuperación de la inversión de las empresas exportadoras parece algo más favorable que en las no exportadoras, por lo que el aumento de las ventas al exterior por parte de las primeras (margen intensivo) también habría sido un factor favorecedor del dinamismo de la inversión. La ratio de inversión sobre capital de las empresas exportadoras comenzó a aumentar en 2010, mientras que la de las no exportadoras lo hizo en 2013. Este hecho podría explicarse, en parte, por la menor sensibilidad que se encuentra entre las empresas del primer grupo a aumentos de la incertidumbre nacional, además de la sustitución de demanda interna por foránea mencionada con anterioridad.

El aumento de la inversión fue superior al que se derivaría de la evolución de la demanda agregada, lo que podría señalar un mayor uso de la capacidad productiva instalada en las empresas exportadoras. En la medida en que las empresas que satisfacen la demanda orientada al mercado nacional y al resto del mundo no sean las mismas, esta reorientación de la producción hacia las actividades exportadoras podría haber provocado que la evolución en términos agregados de la utilización de la capacidad productiva escondiera comportamientos muy dispares a escala sectorial. De este modo, es posible que los sectores exportadores se hayan aproximado, durante la recesión, a la utilización plena de su capacidad productiva, lo que contribuiría a explicar que el comportamiento de la inversión durante la recuperación haya sido más favorable que el que se deriva de la evolución de la demanda agregada²⁴.

3.4 LA CONTRIBUCIÓN DE LOS DISTINTOS DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN UN MODELO ESTRUCTURAL

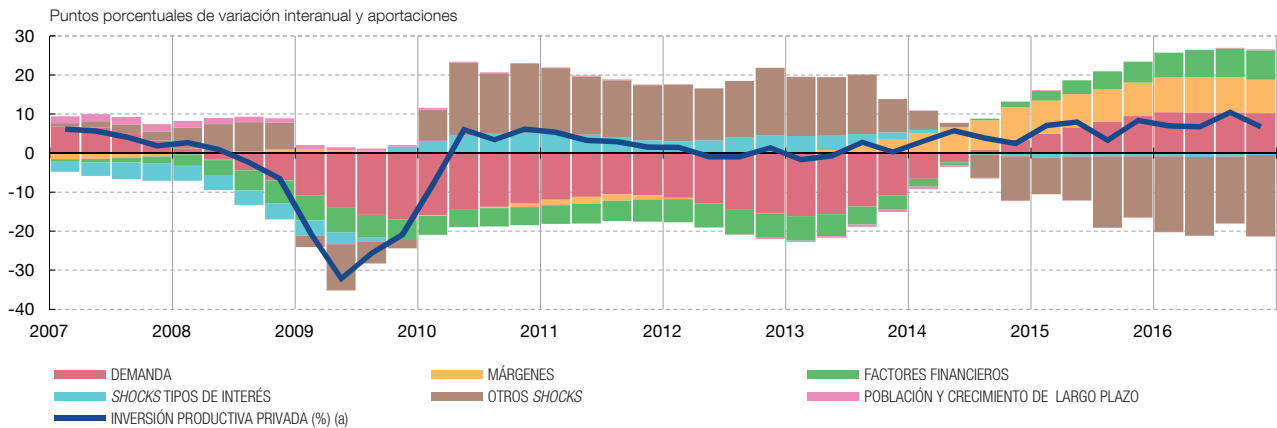
El papel de los determinantes resaltados en la sección anterior es coherente con una interpretación estructural de la evolución reciente de la inversión empresarial en España²⁵. De acuerdo con el modelo de equilibrio general estimado para la economía española, el bajo crecimiento de la inversión productiva privada²⁶ en el período 2011-2012 se explicaría por los efectos negativos de los factores financieros y las perturbaciones negativas de demanda (privada y pública). Estos efectos contractivos comenzaron a desaparecer a lo largo de 2013 y a ser sustituidos por un impacto claramente positivo procedente de la moderación salarial, que generó un efecto expansivo a lo largo de los siguientes años, sobre todo a través del canal exportador. A partir de 2015, la recuperación de la demanda privada comienza también a influir positivamente. De igual forma, los factores financieros, tras haber pasado a ser neutrales al crecimiento en 2013, mostraron una aportación claramente positiva entre 2014 y 2016. Por tanto, de acuerdo con este modelo, el fuerte crecimiento de la inversión en los últimos años estaría explicado principalmente por la reaparición de perturbaciones de demanda interna positivas, los efectos expansivos de la moderación salarial (competitividad) y la normalización de las condiciones financieras (véase gráfico 3.8).

24 Véase D. Posada, J. M. González Mínguez y A. Urtasun (2014), «Un análisis del comportamiento reciente de la inversión en equipo y de sus determinantes», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

25 Véase G. Almeida, S. Hurtado y O. Rachedi, *JoSE: Joint Spain-Euro-Area Model*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

26 La definición de inversión en este modelo es ligeramente diferente a la discutida en el apartado anterior. Se define como total de inversión, excluyendo vivienda y Administraciones Públicas. Con respecto al concepto de inversión en equipo e intangibles utilizada como referencia, incluye, por tanto, la construcción privada. Asimismo, aunque excluye el sector AAPP, se incorpora toda la actividad inversora del sector público corporativo no AAPP, responsable de la mayor parte de las infraestructuras públicas y otras inversiones de este sector [véase J. J. Pérez e I. Solera (2017), «La evolución de la inversión pública durante la crisis y la recuperación», *Boletín Económico*, 4/2017, Banco de España].

Desde un punto de vista macroeconómico, el papel central de las condiciones financieras, financiación interna, demanda interna y externa sería coherente con una interpretación estructural de la evolución reciente de la inversión empresarial en España.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Diferencia entre la FBCF y el agregado de inversión en viviendas e inversión pública.



4 Soportes y límites a la inversión en el corto y medio plazo

4.1 SOPORTES DEL DINAMISMO DE LA INVERSIÓN

Se espera que continúe el tono favorable tanto de las condiciones financieras como de la disponibilidad de financiación, lo que seguiría apoyando el dinamismo de la inversión. Como se ha mencionado anteriormente, las medidas adoptadas por el BCE han favorecido el acceso a la financiación, a través tanto del crédito bancario como de la emisión de instrumentos de deuda, y han posibilitado un contexto de tipos de interés muy reducidos. De cara a futuro, cabe esperar que las condiciones monetarias y financieras sigan siendo favorables a la actividad inversora durante un período dilatado (véase gráfico 3.9.1). Asimismo, el proceso de saneamiento y reestructuración del sector de entidades de crédito español y los avances en el ámbito de la Unión Bancaria, en el marco europeo, deberían contribuir a un funcionamiento adecuado de la actividad crediticia (véase el capítulo 2 de este Informe).

Por otra parte, el progreso en la corrección de los desequilibrios del sector empresarial, especialmente del sobreendeudamiento, debería permitir a las empresas acometer proyectos de inversión sobre bases más sólidas. El incremento del ahorro empresarial ha facilitado la financiación interna, al tiempo que el saneamiento de los balances empresariales y las mejores perspectivas de rentabilidad han facilitado el acceso a los fondos externos por parte de las empresas (véase gráfico 3.9.2). En este sentido, los estudios disponibles para el caso español, basados en datos individuales, revelan que la relación entre el nivel de endeudamiento y la inversión empresarial es de carácter no lineal, de manera que el efecto adverso de la primera sobre la segunda, *ceteris paribus*, sería significativo para niveles de deuda elevados y su impacto perdería relevancia en la actualidad, tras el intenso proceso de desapalancamiento que ha tenido lugar²⁷.

Asimismo, las perspectivas de crecimiento de la economía también son favorables para la actividad inversora. Las perspectivas de medio plazo para la economía española siguen siendo positivas, con crecimientos del producto esperados para los próximos años

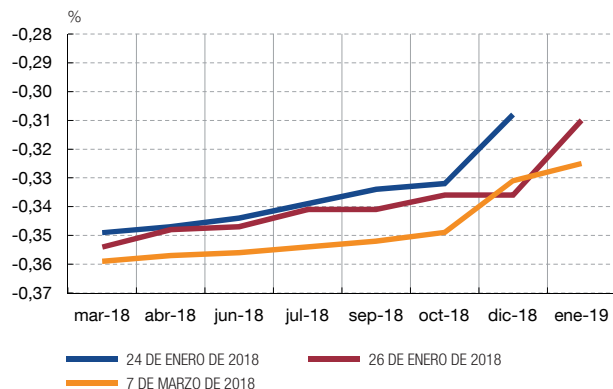
27 Véase, en particular, F. Herranz González y C. Martínez Carrascal (2017), *The impact of firms' financial position on fixed investment and employment: An analysis for Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1714, Banco de España.

A FUTURO, ENTRE LOS SOPORTES DE LA INVERSIÓN DESTACAN LAS CONDICIONES FINANCIERAS RELAJADAS, LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y LA MEJOR POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

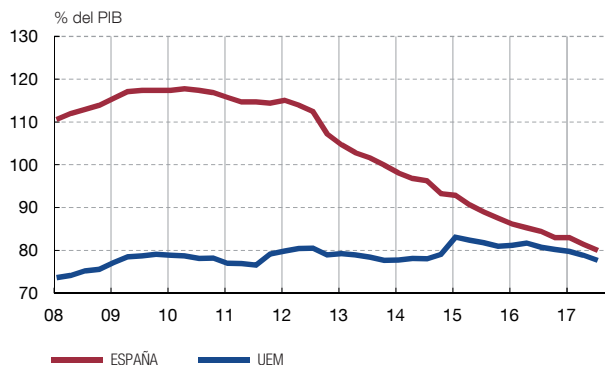
GRÁFICO 3.9

En el corto y medio plazo, una serie de factores favorecerán la prolongación del dinamismo de la inversión, entre los que destacan la continuación de las favorables condiciones financieras, la corrección de los desequilibrios del sector empresarial y unas perspectivas de mantenimiento de la fase expansiva de la economía española.

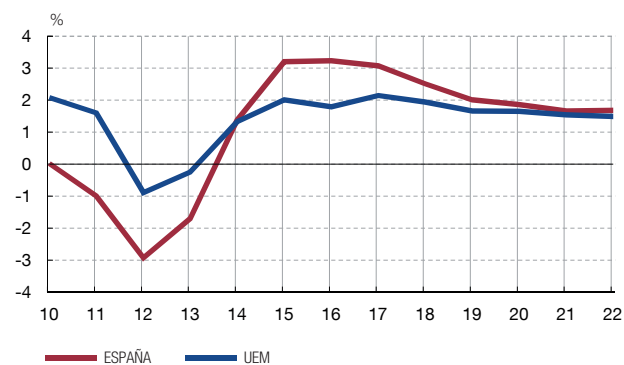
1 TIPO EONIA ESPERADO PARA LAS OCHO PRÓXIMAS REUNIONES DEL CONSEJO DE GOBIERNO DEL BCE



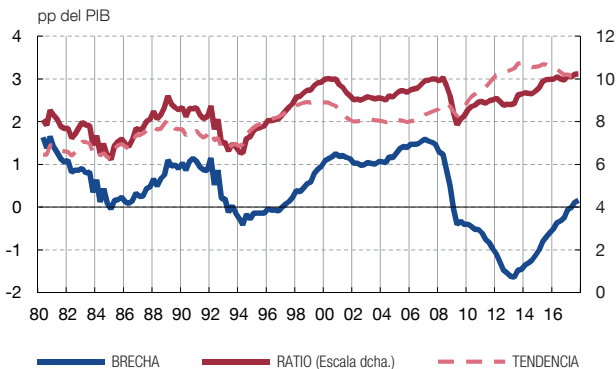
2 ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS



3 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO A MEDIO PLAZO (a)



4 BRECHA DE INVERSIÓN EN EQUIPO RESPECTO A SU TENDENCIA (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, AMECO y Fondo Monetario Internacional.

a Fondo Monetario Internacional (Informe WEO de octubre de 2017).

b Diferencia entre la ratio de inversión en equipo al PIB y la tendencia estimada de esta ratio (modelo de componentes no observables). Véase D. Leiva, J. J. Pérez, G. Pérez Quirós y A. Urtasun (2018), *An empirical model of the basic macroeconomic stylised facts of the Spanish economy*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Descargar

superiores al 2 %²⁸, y por encima de la media de la UEM (véase gráfico 3.9.3). Los progresos realizados en el restablecimiento de los equilibrios macrofinancieros (especialmente, la corrección de la pérdida de competitividad y del elevado endeudamiento privado tras el inicio de la crisis) están dotando a la recuperación de un carácter intenso y posiblemente más sostenible que en otras fases alcistas²⁹.

En un escenario de estas características, la inversión empresarial podría conservar su dinamismo, en consonancia con el aumento del grado de utilización de la capacidad productiva. Si bien la ratio de inversión en equipo sobre el PIB se habría situado en 2017 en niveles cercanos a su evolución tendencial, cabría esperar ganancias adicionales en un

28 En concreto, de acuerdo con el «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España, el PIB real mostraría avances del 2,7 % en 2018, del 2,3 % en 2019 y del 2,1 % en 2020.

29 Véase el capítulo 1 de este Informe.

contexto de consolidación del período expansivo de la economía española³⁰ (véase gráfico 3.9.4). En este sentido, cabe destacar, por una parte, que la utilización de la capacidad productiva se encuentra en niveles muy elevados en determinados sectores, en mayor medida en los vinculados a la exportación³¹ (véase gráfico 3.10.1). Por otra parte, durante la última década se ha producido un cierto fenómeno de obsolescencia del capital, con una gran parte del esfuerzo inversor dedicado a cubrir su depreciación (véase gráfico 3.10.4). Finalmente, el precio relativo de los bienes de inversión con respecto a otros bienes³² se ha reducido en España desde 2005 (año en el que se registró el máximo de las últimas dos décadas) en algo más del 11 % (-1,7 % en el conjunto de la UEM), de manera que ese menor precio relativo podría ejercer un efecto positivo sobre las decisiones de inversión (véase gráfico 3.10.5).

En el corto plazo, persisten riesgos que podrían provocar un aumento de la incertidumbre, a escala tanto global como nacional, suponiendo un freno a los proyectos de inversión. Desde una perspectiva global, recientemente han emergido varias amenazas sobre el dinamismo del comercio mundial, debido a las tendencias proteccionistas en algunos países (en especial, en el caso de Estados Unidos) o al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (véase gráfico 3.11.1). En el ámbito nacional, la materialización de un nuevo escenario de elevada incertidumbre política, como la observada en durante buena parte de 2016 o la ligada a la situación política en Cataluña (véase recuadro 1.1 del capítulo 1 de este Informe), podría afectar de manera negativa a la confianza de los agentes y a la inversión empresarial³³.

Por otra parte, los bajos niveles de inversión pública actuales podrían limitar la inversión empresarial, en la medida en que la primera actúe como un complemento y catalizador de la segunda. La inversión del sector público ha contribuido de una manera muy significativa al proceso de reducción del déficit público reciente, habiendo llegado a registrar en 2017 los niveles mínimos de las últimas décadas en todos sus componentes³⁴ (para el caso de las infraestructuras, véase gráfico 3.11.2). En este contexto, existe evidencia que muestra una relación positiva entre la productividad agregada de la economía y el denominado «gasto público productivo», con impactos significativos de este último sobre el crecimiento potencial. Un canal especialmente relevante para la materialización de estos impactos es el que actúa a través de la inversión empresarial, tanto directa (realizada por empresas de propiedad o control estatal) como indirecta (a través de la inversión del sector privado). Si bien los recursos destinados a la inversión pública podrían suponer un desplazamiento de la actividad privada en el corto

30 Véase D. Leiva, J. J. Pérez, G. Pérez Quirós y A. Urtasun (2018), *An empirical model of the basic macroeconomic stylised facts of the Spanish economy*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

31 Entre otros, destaca el elevado uso de la capacidad productiva instalada en las ramas de fabricación de material eléctrico, fabricación de maquinaria y equipo, fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques, y fabricación de otro material de transporte.

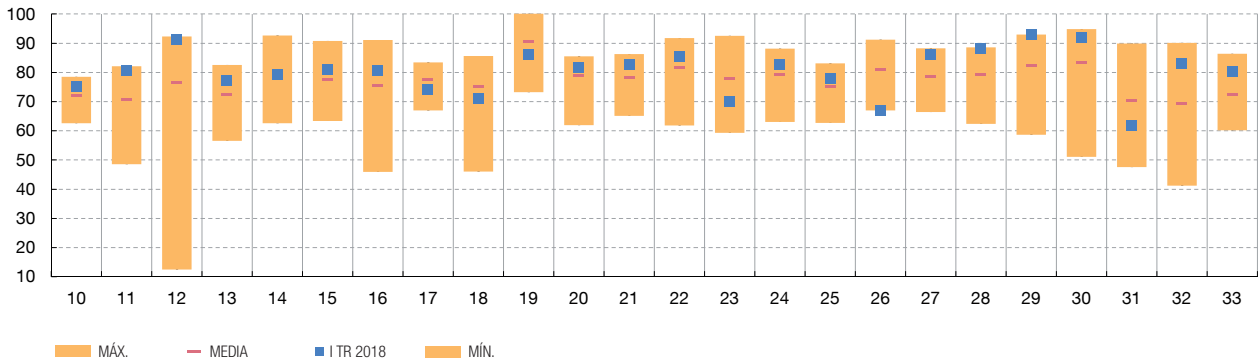
32 Medido como la ratio entre el deflactor de la inversión y el deflactor del PIB.

33 Para un análisis de los efectos potenciales de un escenario más abrupto y persistente de incremento de la incertidumbre política, véase, por ejemplo, el recuadro del *Informe de Estabilidad Financiera*, Banco de España, noviembre de 2017, referido a escenarios hipotéticos motivados por el episodio de tensionamiento político que tuvo lugar en la Comunidad Autónoma de Cataluña a finales del año pasado (véase recuadro 1.1, «El impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña», del *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre de 2017, Banco de España). En concreto, en este recuadro se simula un escenario hipotético en el cual se considera que se produce un incremento de la incertidumbre en un trimestre dado equivalente al registrado en el episodio histórico precedente de subida más intensa y se reduce con posterioridad de manera lineal, hasta desaparecer tras dos años. En este caso, el efecto negativo estimado sobre el PIB sería de algo más de 2,5 pp en términos acumulados en esos dos años.

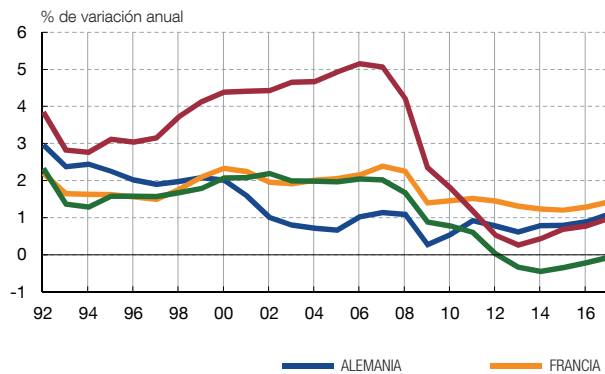
34 Véase J. J. Pérez e I. Solera (2017), «La evolución de la inversión pública durante la crisis y la recuperación», *Boletín Económico*, 4/2017, Banco de España.

En un escenario de mantenimiento de la fase expansiva de la economía española, la inversión empresarial conservaría su dinamismo, en consonancia con el aumento del grado de utilización de la capacidad productiva.

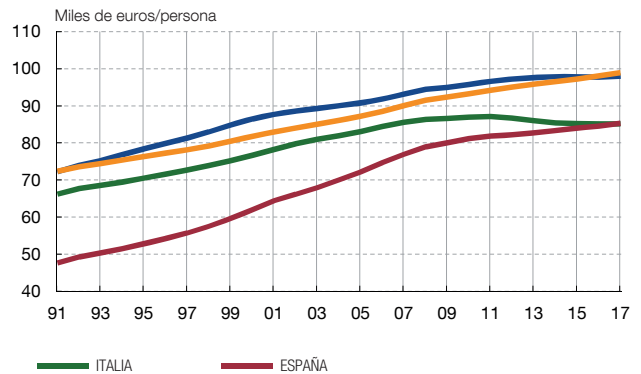
1 USO DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA EN LAS RAMAS DE MANUFACTURAS (a)



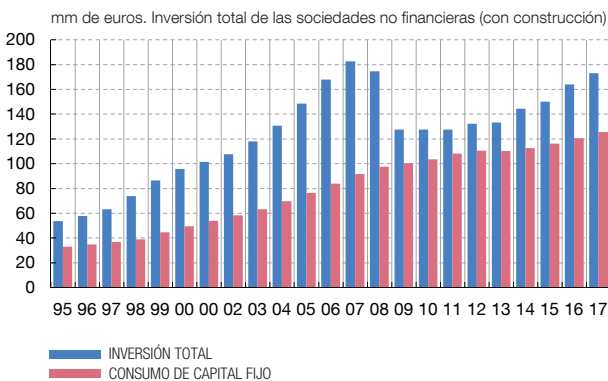
2 VARIACIÓN DEL STOCK DE CAPITAL DE LA ECONOMÍA



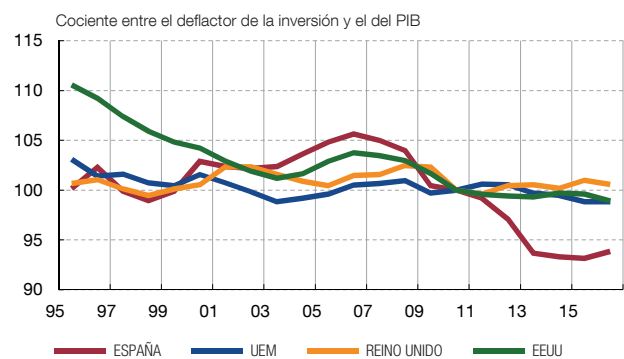
3 STOCK DE CAPITAL DE LA ECONOMÍA PER CÁPITA



4 INVERSIÓN Y DEPRECIACIÓN DEL STOCK DE CAPITAL EMPRESARIAL



5 PRECIO RELATIVO DE LOS BIENES DE INVERSIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea, AMECO y Fondo Monetario Internacional.

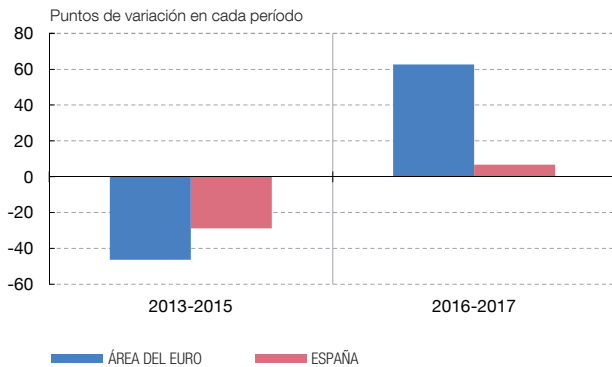
a Ramas: (10) Industria de la alimentación; (11) Fabricación de bebidas; (12) Fabricación de productos del tabaco; (13) Industria textil; (14) Fabricación de prendas de vestir; (15) Industria del cuero y del calzado; (16) Industria de madera y corcho, excepto muebles; (17) Industria del papel; (18) Edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados; (19) Fabricación de productos de petróleo refinados; (20) Fabricación de productos químicos; (21) Fabricación de productos farmacéuticos; (22) Fabricación de materiales plásticos; (23) Fabricación de otros productos minerales no metálicos; (24) Producción y primera transformación de metales; (25) Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo; (26) Fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos; (27) Fabricación de material y equipo eléctrico; (28) Fabricación de maquinaria y equipo; (29) Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques; (30) Fabricación de otro material de transporte; (31) Fabricación de muebles; (32) Otras industrias; (33) Reparación e instalación de maquinaria y equipo.

Descargar

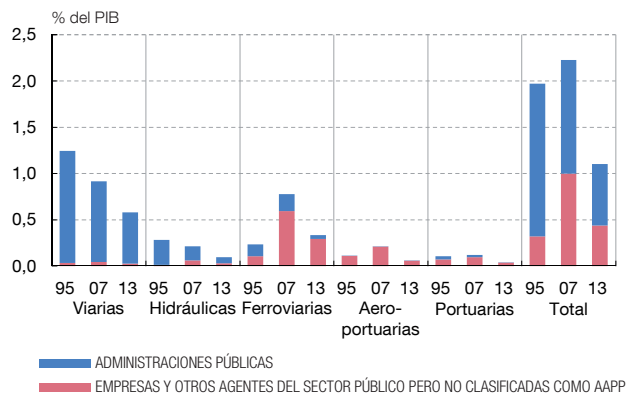
PERSISTEN ALGUNOS LÍMITES Y FRENOS A LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN EL CORTO Y MEDIO PLAZO, ENTRE LOS QUE SE ENCUENTRAN ALGUNOS ELEMENTOS DEL MARCO INSTITUCIONAL E IMPOSITIVO GRÁFICO 3.11

En el corto y medio plazo, existen una serie de factores que podrían actuar como frenos al dinamismo de la inversión si no se instrumentan políticas adecuadas. Entre estos, destacan los riesgos globales y nacionales que podrían aumentar la incertidumbre, la baja inversión pública, las carencias del marco institucional, o las distorsiones derivadas del sistema impositivo sobre las sociedades.

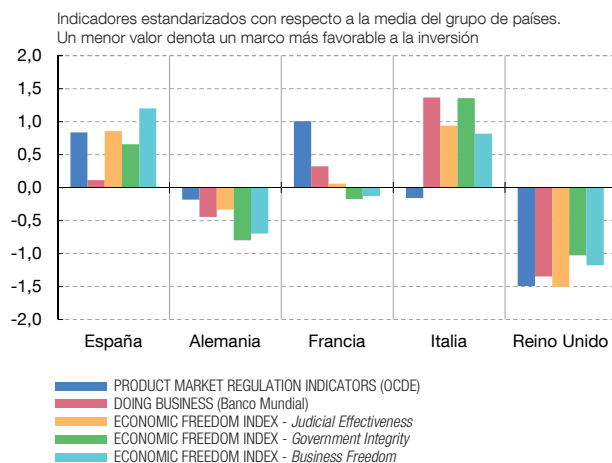
1 AUMENTO RECIENTE DE LA INCERTIDUMBRE ECONÓMICA (a)



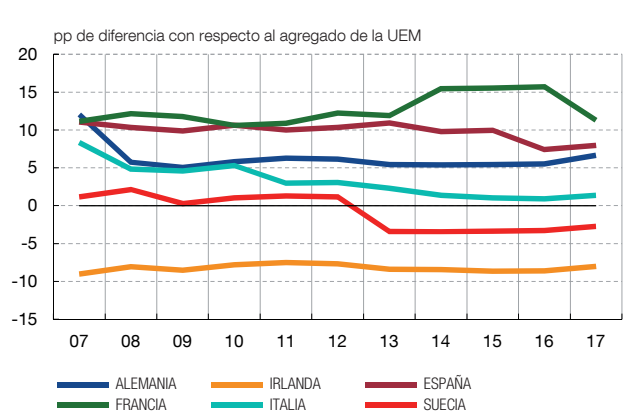
2 INVERSIÓN DEL SECTOR PÚBLICO EN INFRAESTRUCTURAS



3 INDICADORES DEL MARCO INSTITUCIONAL



4 GRAVAMEN SOBRE LOS RENDIMIENTOS DE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

a EPU (Economic Policy Uncertainty).



plazo (efecto sustitución o *crowding out*)³⁵, el impacto agregado de un aumento de la primera sobre la segunda es generalmente positivo en el largo plazo, en la medida en que se expanda el capital público productivo, lo que redundaría en una mejora del rendimiento económico de los factores privados (efecto de complementariedad o *crowding in*)³⁶. Desde este punto de vista, cobra especial relevancia el gasto público en infraestructuras

³⁵ La evidencia disponible para España tiende a encontrar efectos positivos en el corto plazo. En particular, M. Alloza, P. Burriel y J. J. Pérez (2018), *Fiscal Policies in the Euro Area: Revisiting the Size of Spillovers*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación, encuentran que cada euro gastado en inversión pública generaría un aumento acumulado al cabo de dos años de cerca de dos euros en el PIB y de entre 0,5 y 1 euro en la inversión productiva privada.

³⁶ El efecto final dependerá, en cualquier caso, del diseño del plan de inversión (plazo de implementación y persistencia en el tiempo, grado de distorsión del instrumento fiscal que se use para financiarlo) o de otros aspectos macroeconómicos, como la respuesta de los tipos de interés al estímulo inversor público o el grado de rigideces nominales presentes en la economía. Para una revisión de los argumentos y canales teóricos, véanse M. Baxter y R. King (1993), «Fiscal Policy in General Equilibrium», *American Economic Review*, o E. Leeper, T. Walker y Yang (2010), «Government investment and fiscal stimulus», *Journal of Monetary Economics*.

y actividades de I + D + i, partidas que afectarían en mayor medida a la actividad económica agregada y a la inversión privada³⁷. En este sentido, cabe destacar que la inversión pública en investigación y desarrollo en España ascendió al 0,50 % del PIB en 2015, frente al 0,62 % en el agregado de la Unión Europea (0,81 %, 0,79 % y 0,51 % en Alemania, Francia e Italia, respectivamente)³⁸.

El menor peso de la inversión pública en investigación y desarrollo se produce, además, en un contexto en el que la inversión privada en esta área es significativamente inferior a la de los países de referencia. De acuerdo con la OCDE, la inversión en investigación y desarrollo en el total de la economía española (pública y privada) se situó en el 1,2 % del PIB en 2015, menor que el 2 % del agregado de la Unión Europea, y muy lejos de los registros de Alemania o de Francia (2,9 % y 2,3 %, respectivamente)³⁹. En términos más generales, el peso de la inversión en activos intangibles en España continúa siendo reducido, en términos relativos, a pesar de la tendencia creciente de las últimas décadas. En comparación con otros países de nuestro entorno, se observa que, en 2016, el esfuerzo inversor de la economía española en activos intangibles (medido como su peso en el PIB) se encontraba 1,2 pp del PIB por debajo del agregado del área del euro (véase gráfico 2 del recuadro 3.1). Desde este punto de vista, resulta relevante mantener el reciente dinamismo de la inversión en activos intangibles, de forma que se cierre esta brecha, dadas su creciente importancia en los procesos de producción y su incidencia en los aumentos de productividad

En cuanto a otros condicionantes de carácter estructural, algunas deficiencias del marco institucional, incluyendo varios factores de naturaleza regulatoria, no favorecen el dinamismo empresarial. La evidencia empírica disponible apunta a que una regulación más restrictiva tiende a estar asociada con una menor inversión empresarial⁴⁰. A pesar de las mejoras registradas durante la crisis, el marco regulatorio español sigue presentando algunas limitaciones, siendo más restrictivo, en general, que el de economías europeas de referencia, como la alemana o la del Reino Unido, de acuerdo con los indicadores habitualmente utilizados, como los de *Product Market Regulation* de la OCDE, el informe *Doing Business* del Banco Mundial o los indicadores de libertad económica de la *Heritage Foundation* (véase gráfico 3.11.3)⁴¹.

Las reformas dirigidas a mejorar el uso y la calidad de los factores productivos y el funcionamiento eficiente de los mercados de productos y factores son esenciales para aumentar la inversión productiva y el crecimiento económico a medio y largo plazo. Los efectos de estas reformas podrían ser particularmente positivos en un período de expansión como el actual, ya que se puede hacer frente mejor a los costes de ajuste que aquellas conllevan⁴². Asimismo, en una unión monetaria, la aplicación de reformas estructurales dirigidas a reducir las barreras a la competencia puede tener un efecto estimulante significativo sobre la

37 Véase, por ejemplo, Bom y Ligthart (2014), «What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?», *Journal of Economic Surveys*, y Comín, Licht, Pellens y Schubert (2018), *Do Companies Benefit from Public Research Organizations? The Impact of the Fraunhofer Society in Germany*, Centre for Innovation, Research and Competence in the Learning Economy.

38 Véase OCDE (2017), *Main Science and Technology Indicators*, vol. 2017, n.º 2.

39 Véase, de nuevo, OCDE (2017), *op. cit.*

40 Véanse Banco Central Europeo (2016), *Business investment developments in the euro area since the crisis*, octubre, o G. Palumbo, G. Giupponi, L. Nunziata y J. S. Mora-Sanguinetti (2013), *The Economics of Civil Justice: New Cross-Country Data and Empirics*, OECD Economics Department Working Papers, n.º 1060.

41 Por ejemplo, la OCDE señala que las cargas administrativas para la creación de nuevas empresas son, en general, más gravosas en España. El registro de una empresa individual requeriría más tiempo en España que en Alemania o en el Reino Unido. También sería necesario contactar con un mayor número de organismos públicos de cara a lograr el registro de una sociedad anónima.

42 El *Report on Structural Policies in the euro area*, de próxima publicación como documento ocasional del BCE, contiene una discusión detallada sobre la relación entre la posición cíclica y los costes de las reformas.

inversión empresarial, incluso en el corto plazo y bajo situaciones en las que la capacidad acomodaticia adicional de la política monetaria se encuentre limitada⁴³ (véase recuadro 3.4).

Un marco estable de relación entre empresas necesita de mecanismos que garanticen la ejecución de las normas y los contratos. Un sistema de ejecución de contratos ineficiente genera mayor inseguridad jurídica, afectando negativamente a la inversión y a la productividad. Este efecto negativo es, además, mayor en el caso de los activos intangibles (como los derechos de autor o las patentes), cuya protección resulta más compleja. Para el caso español, existe evidencia sobre la asociación entre la eficacia del sistema judicial y la inversión, así como entre aquella y la entrada de nuevas empresas en los mercados y su posterior crecimiento⁴⁴.

La fiscalidad también condiciona las decisiones de inversión de las empresas. La investigación económica ha resaltado el potencial de la imposición que grava tanto la adquisición de activos productivos como sus rendimientos, para afectar a la acumulación de capital de la economía, a través de su impacto en las decisiones de inversión, y en particular a la capacidad de la economía de atraer inversión extranjera directa⁴⁵. En este sentido, España destaca por la persistencia de una estructura tributaria que implica un gravamen sobre los rendimientos de la inversión empresarial superior a la media de la UEM, aunque se ha reducido en los últimos años⁴⁶ (véase gráfico 3.11.4).

Los principales obstáculos a la inversión, según las empresas españolas, son la incertidumbre, las fricciones causadas por la regulación empresarial y fiscal, y la posible escasez de la demanda de productos y servicios. De acuerdo con la encuesta del Banco Europeo de Inversiones correspondiente a 2017, además de estos factores, las empresas españolas mencionan otros factores relevantes, como el coste de la energía, la regulación laboral, la falta de trabajadores cualificados, la disponibilidad de financiación (interna y externa), y las infraestructuras de transporte y digitales. En el conjunto de la UE, el orden de los distintos factores es similar, salvo en relación con la falta de disponibilidad de trabajadores cualificados, a la que se otorga una mayor relevancia (véase recuadro 3.2).

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

44 Véanse D. Dejuán, C. Ghirelli y J. S. Mora-Sanguinetti (2018), *Quality of enforcement and investment decisions. Firm-level evidence from Spain*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación; M. García-Posada y J. S. Mora-Sanguinetti (2014), «Entrepreneurship and Enforcement Institutions: Disaggregated Evidence for Spain», *European Journal of Law and Economics*, 40, pp. 49-74, y M. García-Posada y J. S. Mora-Sanguinetti (2015), «Does (average) size matter? Court enforcement, business demography and firm growth», *Small Business Economics*, 44, pp. 639-669.

45 La evidencia empírica para el caso español indica que los aumentos en la imposición sobre las sociedades generan reducciones de la inversión en el corto plazo, basada tanto en datos agregados [véase P. Gil, F. Martí, R. Morris, J. J. Pérez y R. Ramos (2018), «The Output Effects of Tax Changes: Narrative Evidence for Spain», *SERIES-Journal of the Spanish Economic Association*] como en datos individuales [véase D. Dejuán y C. Ghirelli (2018), *op. cit.*].

46 La tributación efectiva sobre la inversión empresarial se obtiene de los datos publicados por Eurostat, calculados a partir de la influyente metodología propuesta en M. P. Devereux y R. Griffith (1998), «Taxes and the Location of Production: Evidence from a Panel of U.S. Multinationals», *Journal of Public Economics*, 68, pp. 335-367 y M. P. Devereux y R. Griffith (2003), «Evaluating tax policy for location decisions», *International Tax and Public Finance*, 10, pp. 107-126. De acuerdo con esta metodología, la estimación de la tributación sobre la inversión empresarial debe considerar el coste que supone para las empresas el conjunto de impuestos que gravan tanto la adquisición de activos productivos como sus rendimientos. En este cálculo resulta particularmente relevante el coste que genera a una empresa aplicar en el impuesto sobre sociedades una tasa de depreciación fiscal de los activos inferior a la tasa de depreciación económica de dichos activos (estimada por la OCDE). Para una discusión más detallada, véanse D. López Rodríguez (2018), «La recaudación del impuesto sobre sociedades en España: evolución y limitaciones en el contexto internacional», *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación; Comisión Europea (2017), *Taxation Trends in the European Union*, Eurostat Statistical Books, y ZEW (2016), «Effective Tax Levels Using the Devereux-Griffith Methodology: 2016 Report», Project for European Commission TAXUD 2013/CC/120.

La creciente importancia de los servicios en las economías avanzadas ha supuesto una cierta recomposición de la inversión hacia sectores caracterizados por ratios de inversión más reducidos en términos relativos. En general, las ramas de servicios presentan unas ratios de formación bruta de capital fijo sobre el PIB más bajas que las de los sectores industriales, motores tradicionales de la inversión (véase gráfico 3.12.2). En este sentido, cuando se excluyen los sectores de la construcción residencial y de las Administraciones Públicas, la inversión en porcentaje del valor añadido presenta un perfil decreciente en las economías avanzadas, que podría estar relacionado con el proceso de terciarización.

En paralelo, se ha producido una disminución de la ratio de inversión en una mayoría de sectores. Este ha sido el caso particularmente en los sectores de servicios. Efectivamente, cuando se descompone el cambio en la ratio de inversión no residencial sobre el PIB en varios países en, por un lado, el efecto del cambio de estructura sectorial y, por otro, el asociado a la variación dentro de cada sector, este último aparece como el más relevante a la hora de explicar los cambios de esta variable en las dos últimas décadas (véase gráfico 3.11.3)⁴⁷.

Parte de esta dinámica se podría explicar por la interacción entre la evolución sectorial y el cambio en el precio relativo de los bienes de inversión con respecto al resto. Los avances tecnológicos y el notable abaratamiento de los activos intangibles han impulsado la adquisición de este tipo de bienes en los sectores de servicios que cuentan con una importancia creciente en la producción nacional, como los servicios empresariales y financieros. En general, estos activos inmateriales requieren unos gastos iniciales inferiores a los activos materiales⁴⁸, lo que podría explicar la reducción de las ratios de inversión sobre producto en las economías desarrolladas, sin olvidar los problemas asociados a la medición de la inversión en activos inmateriales. De acuerdo con la evidencia disponible, la acumulación de activos intangibles podría tener efectos positivos sobre la productividad⁴⁹, además de otro tipo de implicaciones, en términos de la estructura financiera de las empresas, debido a sus propias características, que los hace menos aptos para ser utilizados como colateral o garantía frente a la obtención de financiación externa⁵⁰, en comparación con los activos materiales. Asimismo, la mayor intensidad en intangibles tiene implicaciones sobre el mercado laboral y la demanda de trabajo, ya que estas inversiones suelen requerir trabajadores con mayor cualificación.

Entre los factores que podrían reducir la intensidad inversora en las economías desarrolladas, destacan la integración de un buen número de países emergentes en la economía mundial y la creciente internacionalización de las empresas. La globalización ha contribuido a impulsar el desarrollo de cadenas de producción a escala global, con un notable incremento del comercio de servicios transfronterizos y, en general, un proceso de internacionalización de todas las actividades económicas, de carácter tanto

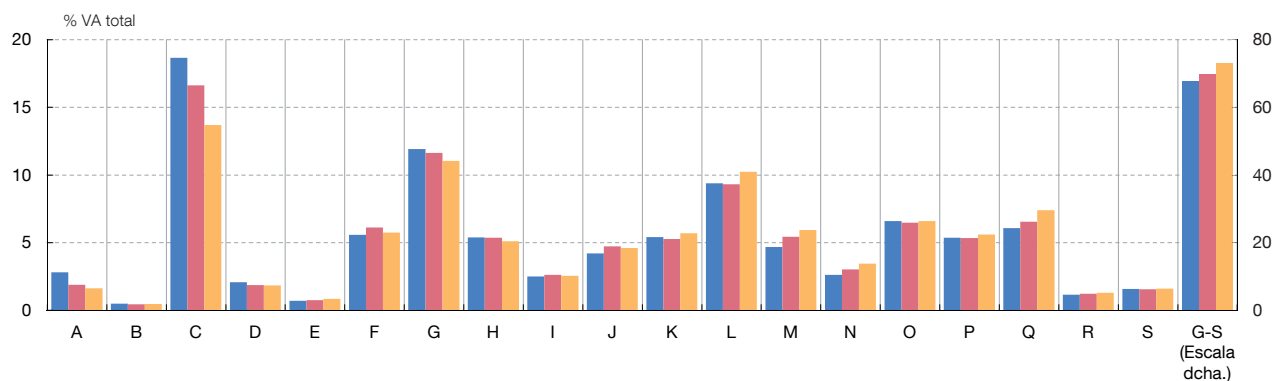
47 En Comisión Europea (2017), *Investment in the EU Member States*, Institutional Paper 062, octubre, se obtiene esta misma conclusión.

48 Véase R. Döttling, T. Ladika y E. Perotti (2016), *The (Self-)Funding of Intangibles*, Discussion Papers 16-093/IV, Tinbergen Institute.

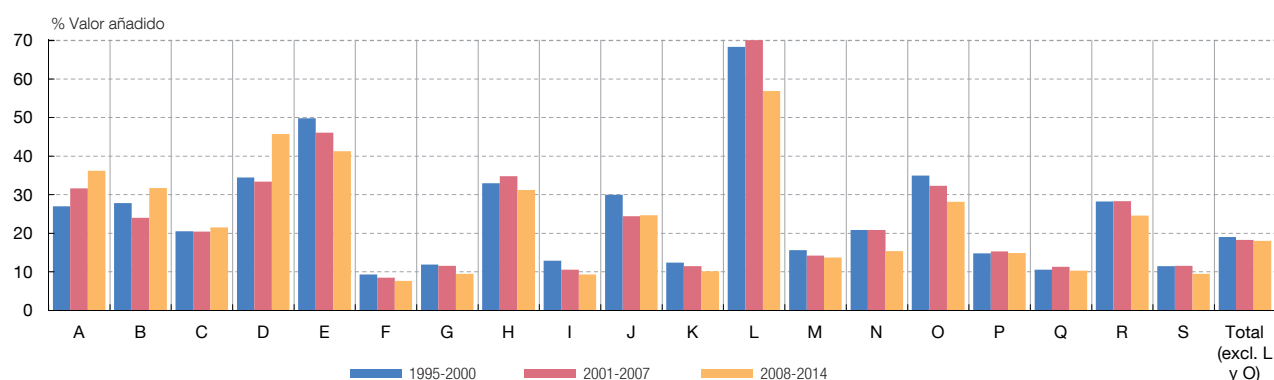
49 Un ejemplo es C. Corrado, J. Haskel y C. Jona-Lasinio (2013), *Knowledge Spillovers, ICT and Productivity Growth*, Discussion Paper, IZA n.º 8274.

50 No obstante, en algunos países, como Estados Unidos, se detecta una tendencia creciente a la utilización de activos intangibles como colateral para la obtención de financiación externa, especialmente en aquellos sectores donde la proporción de este tipo de activos es muy elevada. Véanse S. C. Lim, A. J. Macias y T. Moeller (2016), «Intangible Assets and Capital Structure», París, diciembre, Finance Meeting EUOFIDAI-AFFI, y M. Loumioti (2012), *The use of intangible assets as loan collateral*, SSRN Paper n.º 1748675.

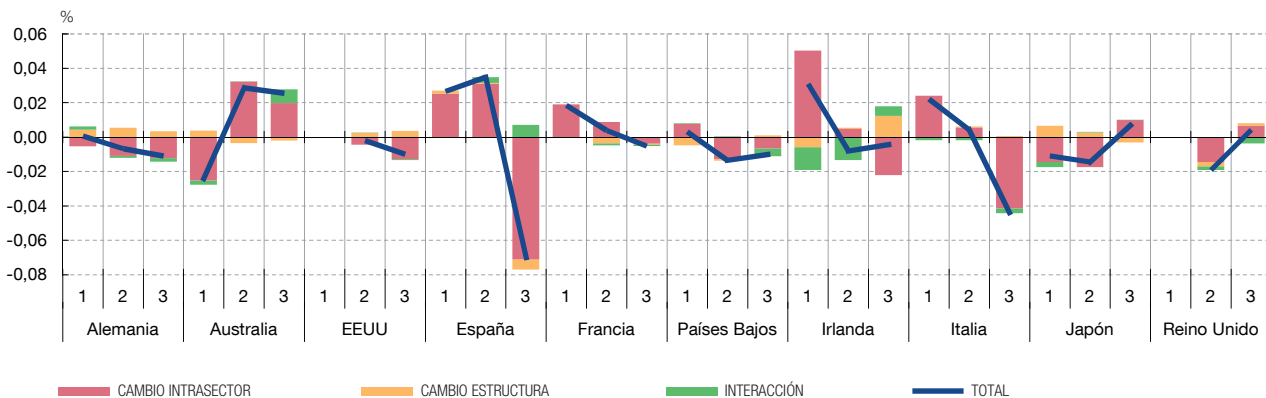
1 ESTRUCTURA DE VALOR AÑADIDO (MEDIANA) (a)



2 RATIO DE INVERSIÓN SOBRE EL PIB (MEDIANA) (a) (b)



3 VARIACIÓN DE LA RATIO DE INVERSIÓN SOBRE EL PIB. EFECTO INTRA SECTOR Y CAMBIO DE ESTRUCTURA SECTORIAL (c)



FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Bureau of Economic Analysis (U.S. Department of Commerce), Australian Bureau of Statistics y Banco de España.

- a Clasificación sectorial (ISIC 4): A (agricultura), B (minería), C (industria manufacturera), D (electricidad y gas), E (agua y saneamiento), F (construcción), G (comercio), H (transporte), I (hoteles, restaurantes), J (información, comunicación), K (servicios financieros), L (act. inmobiliarias), M (servicios profesionales), N (act. administrativas), O (Administración Pública), P (educación), Q (sanidad), R (arte y entretenimiento), S (otros servicios).
- b Tasa de inversión definida como la ratio de la formación bruta de capital fijo sobre valor añadido bruto, ambas en precios corrientes.
- c 1: 1995-2001, 2: 2001-2007, 3: 2007-2014. No incluye el sector residencial (L).

[Descargar](#)

real como financiero. El resultado de este proceso ha sido la localización de una proporción creciente de la producción y de la inversión mundial en economías emergentes, con mercados en expansión y costes de producción más reducidos. La evolución de los flujos de capital en forma de inversión directa a escala global refleja este desplazamiento. Los estudios disponibles, no obstante, muestran que la inversión directa en el exterior que han realizado las economías desarrolladas en las dos últimas décadas no parece haber ido en detrimento de la inversión nacional, con carácter general. Solo en aquellos sectores con mayor intensidad inversora en activos relacionados con la propiedad intelectual (información y comunicaciones, servicios financieros, actividades profesionales y técnicas, industria manufacturera), la inversión exterior podría haber sustituido de manera significativa a la inversión interior en los últimos años (véase recuadro 3.3).

Desde una perspectiva de largo plazo, el proceso de envejecimiento poblacional afectará al potencial inversor de las economías avanzadas. En concreto, la inversión podría resentirse en la medida en que las tendencias demográficas adversas afecten a las expectativas de crecimiento potencial y a la evolución de la productividad, si bien el incremento relativo de la oferta de ahorro tenderá a inducir tipos de interés más reducidos⁵¹. Los trabajos disponibles también han resaltado el hecho de que la innovación en una población envejecida podría ser menor, lo que reduciría la productividad marginal del capital y, por tanto, la inversión⁵². En sentido contrario, no obstante, algunos autores han destacado que el envejecimiento y el progreso tecnológico podrían llevar a un aumento de la intensidad del capital por trabajador, lo que requerirá mayores niveles de inversión, también como resultado del cambio relativo en el precio de los factores productivos, en un contexto de escasez del factor trabajo, de manera que el precio del capital se reduciría, en términos relativos⁵³.

51 Véase L. H. Summers (2014), «US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound», *Business Economics*, 49, pp. 65-73.

52 Y. Aksoy, H. Basso, R. P. Smith y T. Grasl (2018), «Demographic structure and macroeconomic trends», *American Economic Journal: Macroeconomics*, de próxima publicación.

53 Véanse P. Butzen, S. Cheliout, E. De Prest, S. Ide y W. Melyn (2016), «Why is investment in the euro area continuing to show only weak recovery?», *Economic Review*, National Bank of Belgium, pp. 81-98, y C. Goodhart y M. Pradhan (2017), *Demographics Will Reverse Three Multi-Decade Global Trends*, BIS Working Paper n.º 656.

En la determinación de las ventajas competitivas de las empresas ha cobrado progresivamente más peso la economía del conocimiento, ligada al desarrollo de los activos intangibles. En concreto, en el desarrollo de las actividades basadas en el conocimiento se pueden distinguir dos etapas: la primera, centrada en el desarrollo de las Tecnologías de la Información y de las Comunicaciones (TIC) (*software*, *hardware* y comunicaciones), a la que ha seguido una nueva etapa caracterizada por el esfuerzo inversor en activos intangibles. El patrón de «terciarización» de las economías desarrolladas, en combinación con este proceso de cambio tecnológico, habría tenido implicaciones significativas sobre el tipo de bienes de capital en los que invierten las empresas, impulsando la inversión en activos inmateriales o intangibles, ligados a la creación y el conocimiento.

La definición de activo intangible engloba las TIC, la Investigación y el Desarrollo (I + D), la innovación, el diseño, la creatividad, la imagen y la marca, la organización y la formación específica del capital humano. La medición de estos conceptos no es sencilla, y su definición conceptual se ha ido ampliando paulatinamente. En el pasado, las normas contables consideraban el gasto en activos intangibles como gastos en consumos intermedios. Pero, según el nuevo sistema de cuentas SEC-2010, los activos intangibles han pasado a ser considerados como inversiones. Hasta fechas recientes, de las tres grandes categorías de este tipo de activos¹, en las cuentas nacionales únicamente se consideraba como inversión la adquisición de *software* informático, si bien en el SEC-2010 también se han incorporado los gastos en investigación y desarrollo. Actualmente, los sistemas de cuentas nacionales incluyen en la categoría de «activos de propiedad intelectual» una gama de activos intangibles específicos, que son: a) los sistemas informatizados (*software* y bases de datos), y b) la I + D, la prospección minera y los originales de las obras recreativas, literarias y artísticas. Sin embargo, la medición y la contabilización de este tipo de activos continúan sujetas a debate, y algunos autores [Corrado, Hulten y Sichel (2006)] exponen un abanico más amplio de activos considerados como intangibles.

Existen marcadas diferencias por países respecto a la importancia relativa de la inversión en intangibles. En los países del área del euro, la tasa de inversión en este tipo de activos es menor que en otras economías de la UE, como los países nórdicos o el Reino Unido. En Estados Unidos, la inversión en activos inmateriales habría superado incluso a la inversión tradicional en activos materiales. Durante la última crisis, la inversión en activos inmateriales ha mostrado gran resistencia en la mayoría de las economías

desarrolladas y, en un buen número de ellas, la ratio sobre el PIB de la inversión en los activos incluidos en las cuentas nacionales ha seguido aumentando.

En el caso de España, y considerando los datos proporcionados por la Contabilidad Nacional, los activos intangibles han experimentado un significativo crecimiento, tanto en volumen como en su participación en el total de la formación bruta de capital fijo (FBCF). En concreto, estos activos han pasado de representar el 7 % del total de la FBCF en 2008 al 14 % en los últimos diez años, frente al 60 % que supone la inversión en activos tangibles, excluyendo la inversión en vivienda. Por tanto, en los activos intangibles no se observa el comportamiento cíclico que presentaban los restantes activos, ya que desde 1995 ha venido creciendo de forma continuada a un ritmo promedio del 5 % anual.

En comparación internacional, se observa, que en el promedio del período 1995-2016, el esfuerzo inversor en activos intangibles en España se encuentra por debajo de la mayor parte de los países de la Unión Europea, y en un nivel similar al de Portugal e Italia. Por delante se sitúan los países nórdicos (como Finlandia y Suecia), el Reino Unido y Francia (véanse gráficos 1 y 2). Además, se observa una tendencia creciente del esfuerzo inversor, siendo especialmente importante en el caso de Bélgica, Austria, Países Bajos y Francia, cuya inversión en intangibles se incrementó en torno a un punto porcentual en términos de PIB. En España, por su parte, la inversión en este tipo de activos se situó en 2016 en el 3 % del PIB, frente al 1,5 % de 1995.

Sin embargo, como se ha detallado anteriormente, la definición de inversión en intangibles que proporciona el SEC-2010 es incompleta, por lo que para poder describir con precisión su importancia económica es necesario recurrir a bases de datos donde se incorporen los restantes activos inmateriales (véanse gráficos 3 y 4). El Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE)² ofrece una estimación para un conjunto más amplio de activos. Las TIC son tecnologías de amplio alcance que impactan en todos los sectores, pero solo si se acompañan de innovaciones complementarias. En este sentido, determinados intangibles no incluidos en el SEC-2010, relacionados con la organización y las personas que tienen que utilizar las TIC, permiten extraer de estas una mayor contribución al crecimiento económico. La parte no incluida en el SEC-2010 tiene un peso respecto al PIB superior a los activos intangibles incluidos en este. Esta discrepancia se ha reducido en el tiempo, debido a la mayor cobertura que le ha ido concediendo la Contabilidad Nacional.

Así, en 2014 los activos intangibles incluidos en el SEC-2010 ascendían al 3 % del PIB, mientras que los no incluidos suponían un 3,5 %. En cuanto a la composición de los activos intangibles

¹ La inversión en intangibles suele clasificarse en tres categorías: a) *software* informático y bases de datos; b) investigación y desarrollo u otras actividades que pueden derivar en derechos de propiedad de carácter científico o artístico, y c) competencias económicas, como la mejora de la formación de los empleados y de la estructura organizativa o el desarrollo de una reputación a través de las marcas.

² Véase M. Mas y J. Quesada (dirs.) (2014), *Activos intangibles: una inversión necesaria para el crecimiento económico en España*, Ariel y Fundación Telefónica, Barcelona.

Gráfico 1
INVERSIÓN EN ACTIVOS TANGIBLES E INTANGIBLES. PROMEDIO 1995-2016

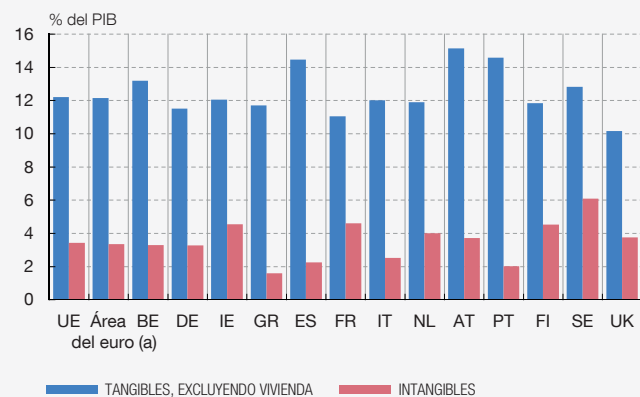


Gráfico 2
EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN INTANGIBLES

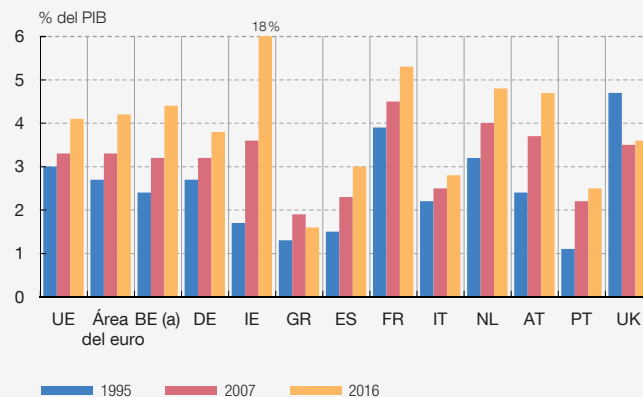


Gráfico 3
INVERSIÓN EN ACTIVOS TANGIBLES E INTANGIBLES. PROMEDIO 1995-2014

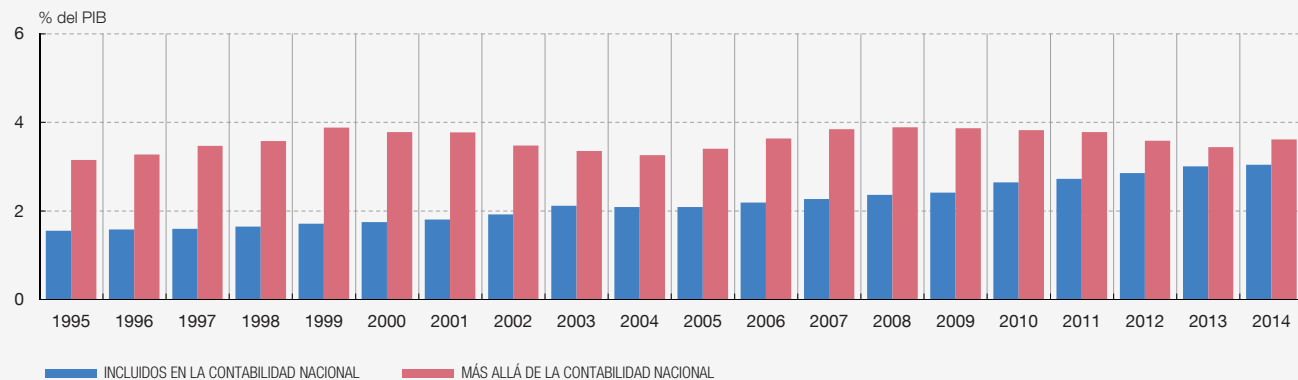
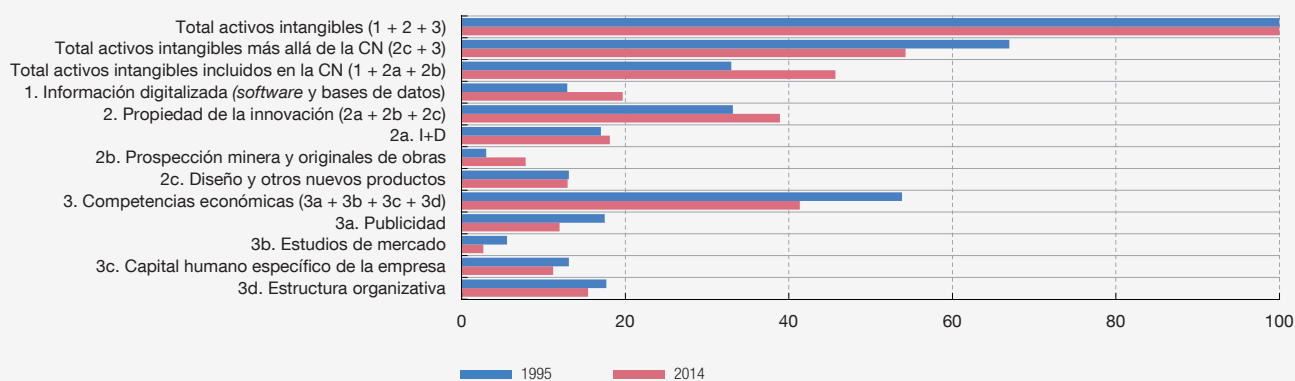


Gráfico 4
DESGLOSE POR CATEGORÍAS



FUENTES: Eurostat e Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

a Datos disponibles hasta 2015.

(de acuerdo con la definición amplia del IVIE), el de mayor importancia es el componente relacionado con las competencias económicas (en torno al 40 % del total de la inversión en intangibles), seguido de cerca por la inversión en propiedad de la innovación. Dos subcomponentes destacan particularmente, la inversión en I + D y la realizada para mejorar la estructura organizativa de las empresas —suponen el 18 % y el 15,5 % del total de la inversión en activos intangibles, respectivamente—. Por último, se observa cierta heterogeneidad en la evolución de los subcomponentes a lo largo del tiempo. En particular, destaca el considerable avance de la inversión en *software* y bases de datos y la propiedad de la innovación con incrementos acumulados entre 1995 y 2014 del 187 % y del 147 %, respectivamente, mientras que la inversión en publicidad y los estudios de mercado redujeron su peso en el total de la inversión en activos intangibles en ese mismo período.

Finalmente, resulta de interés diferenciar el papel relativo de los determinantes de la inversión cuando se distingue entre la ratio de inversión en tangibles y en intangibles. Algunos autores³ encuentran evidencia que destaca el tamaño de la empresa y la regulación del mercado de productos y de trabajo como principales determinantes de la inversión en intangibles. Por otro lado, dicha inversión parece desvinculada, en mayor medida que la inversión en tangibles, del ciclo económico y la posición financiera de las empresas, desempeñando un mayor papel relativo la financiación interna⁴.

3 C. Corrado, J. Haskel, C. Jona-Lasino y M. Iomni (2016), *Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth*, Working Paper n.º 2016/08, European Investment Bank.

4 European Investment Bank (2017), «From recovery to sustainable growth», *Investment Report*, n.º 2017/2018.

En 2016, con el fin de comprender mejor las decisiones de inversión de las compañías europeas, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) comenzó a elaborar anualmente la Encuesta sobre Inversión y Financiación de la Inversión (EIBIS, por sus siglas en inglés). Esta incluye entrevistas a unas 12.500 empresas de los 28 países miembros de la UE¹, de las cuales alrededor de 500 son españolas, de todos los tamaños y de los principales sectores, ofreciendo información cualitativa y cuantitativa² sobre sus actividades de inversión, sus necesidades de financiación y las dificultades a las que se enfrentan. Actualmente, se dispone de los resultados de las dos primeras olas de esta encuesta (2016 y 2017). En este recuadro se analizan las respuestas de las empresas españolas a las preguntas del cuestionario relacionadas con los obstáculos percibidos por estas y con la brecha de inversión (relación entre nivel de inversión realizada y aquel que asegura el buen funcionamiento del negocio). Estos resultados se comparan con los relativos al conjunto de las compañías encuestadas de la UE.

La incertidumbre sobre el futuro y, después, la regulación empresarial (licencias, permisos...) y fiscal, y la demanda de productos y servicios, son los obstáculos señalados por una mayor proporción de empresas españolas tanto en la ola de 2016 como en la de 2017³ (véase gráfico 1). A continuación se sitúan el coste de la energía, la regulación laboral y la falta de trabajadores cualificados. La percepción sobre la disponibilidad de financiación, que comprende tanto la interna como la externa, aparece en séptima posición. Por último, los factores que se citan por un menor número de compañías son la infraestructura del transporte y la digital.

En el conjunto de la UE se observa que el orden de los distintos factores es muy similar, con la principal excepción de la disponibilidad de trabajadores con la cualificación adecuada, obstáculo que en la UE tiene una importancia relativa mayor. Estas diferencias serían coherentes con la mayor tasa de desempleo en España, que hace que en nuestro país haya, en principio, un mayor exceso de mano de obra disponible.

Los resultados para España muestran una proporción mayor de empresas que reporta cada obstáculo, con la excepción de la falta de trabajadores cualificados, donde el nivel es similar. Dado que las percepciones sobre los obstáculos son subjetivas, es posible que, al haber sido relativamente más severa la crisis económica y financiera en España, las compañías españolas puedan

tener cierta inercia a percibir que cada obstáculo supone una barrera a la inversión. También ciertos aspectos culturales podrían desempeñar un papel relevante para explicar estas diferencias. Así, por ejemplo, en el caso de la disponibilidad de financiación, los indicadores objetivos disponibles que aproximan este concepto, como la proporción de empresas restringidas en su acceso a la financiación bancaria⁴, arrojan unos resultados similares en las dos áreas (alrededor del 6%). Ello parece sugerir que las compañías españolas presentan una mayor predisposición a reportar obstáculos que el resto de las europeas.

Si se comparan los resultados de las dos olas disponibles, se aprecia en la correspondiente a 2017 una reducción, en relación con la anterior, de la proporción de empresas que reportan obstáculos en las dos áreas, pero más marcada en España, lo cual podría estar vinculado con factores cíclicos y, en particular, con la mayor intensidad de la recuperación económica en nuestro país.

Usando un modelo de probabilidad lineal que permite controlar por características a escala de empresa⁵, como el tamaño, la edad de la compañía, las barreras al acceso a la financiación externa bancaria, la productividad, el sector y la situación del balance (ratios de rentabilidad, apalancamiento y liquidez), se observa que, en general, aquellas empresas en una peor posición económica y patrimonial y menos productivas tienen una probabilidad mayor de reportar obstáculos a la inversión. Este efecto se da de manera más significativa en el caso de los obstáculos relacionados con la disponibilidad de financiación, el acceso a la infraestructura digital y el coste de la energía, para el caso de España; y con la disponibilidad de financiación, la regulación empresarial, el coste de la energía y la falta de personal cualificado, para Europa. Así, por ejemplo, en el caso de la disponibilidad de financiación, un aumento de 10 pp de la ratio de endeudamiento supone un incremento de 2,7 pp en la probabilidad de reportar ese obstáculo para España (1,5 pp para la UE). Las empresas que están financieramente restringidas tienen una probabilidad mayor de reportar cualquier obstáculo, especialmente en el caso de la disponibilidad de financiación, en el que esa probabilidad aumenta hasta en 18 pp para las empresas españolas (22 pp para las europeas). En general, ni las pymes ni las empresas más jóvenes (aproximadas como aquellas que tienen actividad desde hace menos de diez años) tienen mayor probabilidad de tener un obstáculo dado que el resto. Algunas barreras, como las relacionadas con la regulación laboral y empresarial, son reportadas con mayor probabilidad por las empresas de infraestructuras y del sector de la construcción.

1 La metodología de la encuesta EIBIS se puede consultar en http://www.eib.org/attachments/eibis_methodology_report_2017_en.pdf.

2 El cuestionario utilizado en 2016 está disponible en http://www.eib.org/attachments/eibis_general_module_questionnaire_2016_en.pdf. En la ola de 2017 se realizaron pequeños cambios en el cuestionario, pero manteniendo la estructura.

3 La proporción de empresas que reportan cada obstáculo se construye de la siguiente manera: si un obstáculo es reportado como mayor, se le da una ponderación igual a la unidad, mientras que, si es reportado como menor, el peso que tiene es la mitad.

4 Se considera como financieramente restringida aquella empresa en alguna de las siguientes situaciones: sus solicitudes de préstamos han sido rechazadas; se le han concedido fondos, pero solo parcialmente; se otorgó el préstamo, pero a un coste considerado por ella como muy elevado, y solicitó financiación externa porque creía que no se la concederían.

5 Algunas de estas variables están disponibles en la propia encuesta, las otras se han obtenido al cruzar esta con la base de datos de Amadeus.

Cuadro 1
RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN DE UN MODELO DE LA PROBABILIDAD DE QUE UNA EMPRESA REPORTE UNA BRECHA DE INVERSIÓN.
MUESTRA DE EMPRESAS EUROPEAS (a) (b) (c) (d)

¥Ratio de rentabilidad _{it-1}	-0,283***	-0,291***	-0,287***	-0,290***	-0,289***	-0,293***	-0,279***	-0,290***	-0,291***	-0,273***
¥Ratio de endeudamiento _{it-1}	0,063***	0,063***	0,064***	0,063***	0,063***	0,063***	0,050***	0,063***	0,064***	0,047**
¥Ratio de liquidez _{it-1}	-0,032	-0,032	-0,033	-0,032	-0,032	-0,033	-0,010	-0,032	-0,032	-0,016
¥Productividad total de los factores _{it}	-0,028***	-0,028***	-0,029***	-0,028***	-0,028***	-0,029***	-0,024***	-0,028***	-0,029***	-0,023***
Financieramente restringida (c)	0,138***	0,139***	0,140***	0,140***	0,141***	0,140***	0,187***	0,142***	0,141***	0,182***
§Pyme	0,017	0,018	0,020	0,019	0,018	0,020	0,013	0,021	0,019	0,012
§Empresa joven (< 10 años)	-0,024	-0,026	-0,025	-0,025	-0,025	-0,026	-0,030*	-0,025	-0,025	-0,029*
§Sector de construcción	-0,001	0,001	0,003	0,005	0,000	0,003	-0,003	0,003	0,004	-0,010
§Sector de servicios	-0,016	-0,018	-0,015	-0,016	-0,018	-0,015	-0,017	-0,016	-0,016	-0,017
§Sector de infraestructuras	-0,045**	-0,046**	-0,044**	-0,045**	-0,046**	-0,043**	-0,046**	-0,046**	-0,046**	-0,045**
§Incertidumbre	Menor	0,024*								0,019
	Mayor	0,074***								0,054**
§Regulación empresarial	Menor	0,018**								0,004
	Mayor	0,042***								0,008
§Demanda	Menor	0,001								-0,019
	Mayor	0,033**								-0,006
§Coste de la energía	Menor	0,007								-0,017
	Mayor	0,028								-0,009
§Regulación laboral	Menor	0,015								0,005
	Mayor	0,050***								0,027**
§Falta de trabaj. cualificados	Menor	0,024*								0,018
	Mayor	0,035***								0,016
§Disponibilidad de financiación	Menor	0,049***								0,049***
	Mayor	0,130***								0,124***
§Infraestructura de transporte	Menor	0,008								-0,017*
	Mayor	0,009								-0,031*
§Infraestructura digital	Menor	0,014*								-0,009
	Mayor	0,010								-0,032
Efectos fijos país / año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	8.250	8.256	8.255	8.254	8.254	8.254	8.251	8.254	8.255	8.239
R-cuadrado	0,06	0,061	0,06	0,06	0,062	0,061	0,059	0,073	0,065	0,077

FUENTE: Encuesta sobre Inversión y Financiación de la Inversión, 2016 y 2017.

- a La regresión se realiza a partir de la información de la EIBIS y ORBIS para el período 2016-2017. Los coeficientes se obtienen a partir de un modelo de probabilidad lineal con efectos fijos de país y de año. Los errores estándar están clusterizados a escala de país. *, ** y *** indican la significatividad para niveles de confianza del 90 %, 95 % y 99 %, respectivamente.
- b Las variables con el símbolo ¥ se definen del siguiente modo: *Ratio de rentabilidad*: beneficios antes de intereses e impuestos sobre activos totales; *Ratio de endeudamiento*: deuda con coste sobre activos totales; *Ratio de liquidez*: cuentas de caja y bancos sobre activos totales; *Productividad total de los factores*: variable logarítmica calculada a partir del valor añadido de la empresa y los factores de producción utilizados.
- c Financieramente restringida es una variable binaria que toma valor uno para aquellas empresas en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, aquellas a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente, las sociedades a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por ellas muy elevado, y las que no solicitaron financiación externa porque creían que no se la concederían.
- d Las variables con el símbolo § son dicotómicas, que toman el valor uno si la empresa pertenece al grupo con la característica correspondiente o si la empresa reporta ese obstáculo y el grado. En caso contrario, la variable toma el valor cero.

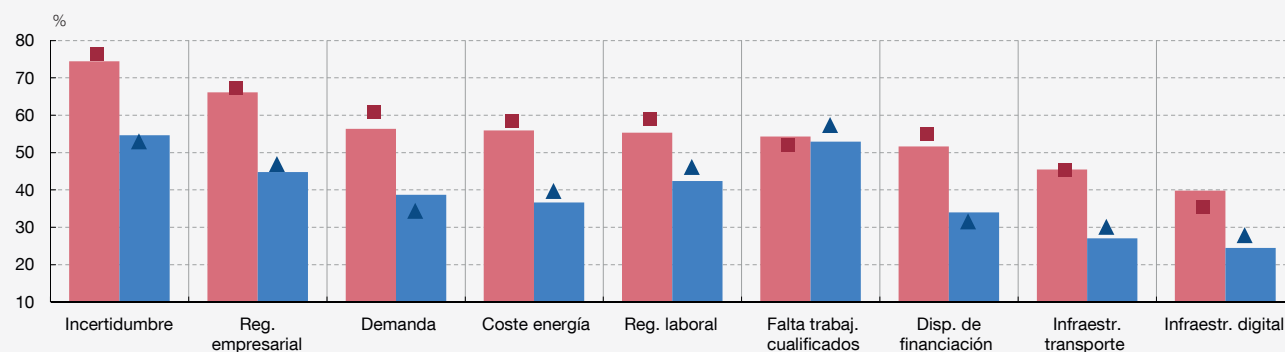
Otro aspecto que cubre la EIBIS es la brecha de inversión percibida por las empresas, esto es, el hecho de que consideren que la inversión realizada en los tres últimos años ha sido insuficiente para asegurar el buen funcionamiento de su negocio de cara al futuro. La proporción de empresas españolas que en la ola de 2017 afirmaron sufrir una brecha de inversión se sitúa cerca del 20 %, siendo ese porcentaje mayor entre las que pertenecen al sector de la construcción y al de infraestructuras, y en las grandes compañías (véase gráfico 1.2). En 2016, el porcentaje fue ligeramente más reducido para el conjunto de las empresas españolas. En comparación con las empresas europeas, la proporción de compañías españolas que reportan tener una brecha de inversión

es alrededor de 4 pp más elevada, siendo más acentuada esa diferencia en los sectores de la construcción y de infraestructuras, aunque también en las grandes compañías y en las empresas maduras (más de diez años de actividad).

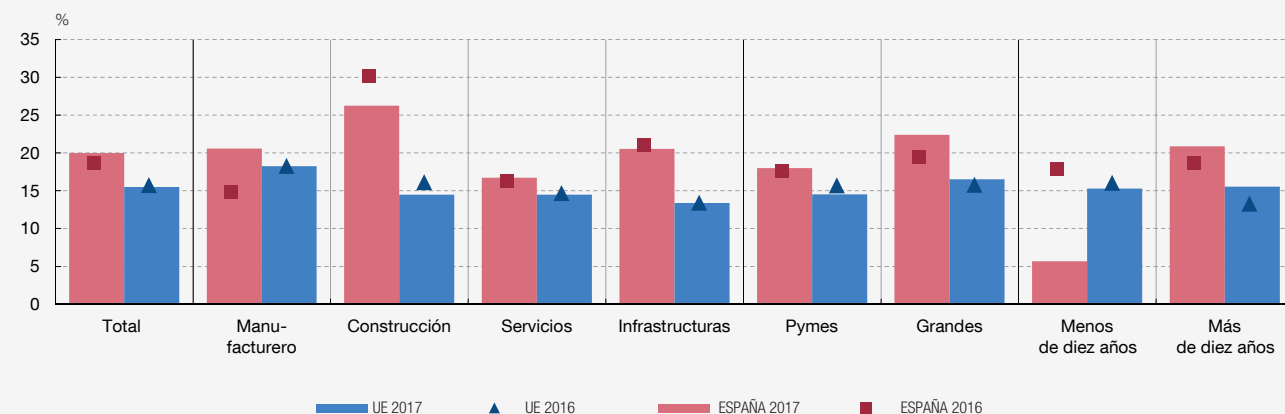
El cuadro 1 muestra los resultados, para el conjunto de la muestra de empresas de la UE, de la estimación de un modelo lineal de la probabilidad de que una empresa europea afirme que tiene una brecha de inversión. Se incluyen las mismas variables explicativas del modelo anterior y, adicionalmente, una variable dicotómica que toma valor unitario si la compañía reporta un obstáculo en particular. En primer lugar, los resultados muestran que las

Gráfico 1
OBSTÁCULOS A LA INVERSIÓN A LARGO PLAZO Y BRECHA DE INVERSIÓN PERCIBIDA

1 PROPORCIÓN PONDERADA DE EMPRESAS QUE REPORTAN UN OBSTÁCULO (a)



2 PROPORCIÓN DE EMPRESAS QUE REPORTAN UNA BRECHA DE INVERSIÓN (b)



FUENTE: Encuesta sobre Inversión y Financiación de la Inversión, 2016 y 2017.

- a La proporción de empresas que reportan cada obstáculo se construye de la siguiente manera: si un obstáculo es reportado como mayor, se le da una ponderación igual a la unidad, mientras que, si es reportado como menor, el peso que tiene es la mitad.
- b Porcentaje de empresas que afirman no haber invertido lo suficiente en los últimos tres años para asegurar el buen funcionamiento de su negocio de cara al futuro.

empresas menos rentables, con mayor endeudamiento, menos productivas y pertenecientes al sector de infraestructuras tienen una mayor probabilidad de reportar una brecha de inversión que el resto, siendo esas diferencias estadísticamente significativas. Por su parte, las empresas financieramente restringidas presentan una probabilidad de reportar una brecha de inversión 14 pp superior al resto de las compañías.

Por otra parte, los resultados indican que reportar cualquiera de los obstáculos recogidos en la encuesta aumenta la probabilidad de tener una brecha de inversión. Además, este efecto es más grande cuando el obstáculo es percibido como mayor, independientemente del obstáculo del que se trate. Los que tienen un impacto más intenso son: la disponibilidad de financiación⁶ (reportarlo como mayor aumenta la probabilidad de tener una brecha de inversión

6 En el cuadro 1, la variable obstáculo a la financiación se define como aquellas empresas que no están financieramente restringidas pero que afirman que la disponibilidad de financiación es un obstáculo para su inversión, con el fin de evitar la correlación entre estas dos variables y de medir el efecto del obstáculo «disponibilidad de financiación» para aquellas empresas que no están financieramente restringidas.

en 13 pp), seguido de la incertidumbre (el efecto es de 7 pp) y, en menor medida, la regulación, tanto laboral como empresarial (4 pp-5 pp). Estos resultados están en línea con los principales determinantes de la inversión que señala la literatura económica.

Los resultados cualitativos obtenidos para la submuestra de empresas españolas están, en general, en línea con los de la muestra completa. En España, el obstáculo que tiene efectos más importantes sobre la brecha de inversión es la incertidumbre, que supone un aumento de 11 pp de la probabilidad de reportar la brecha de inversión, frente a 7 pp para el conjunto de la muestra. Los restantes obstáculos no tienen efectos estadísticamente significativos, si bien hay que tener en cuenta que en este caso los coeficientes se estiman con mayor imprecisión, dado el reducido tamaño de la muestra. Por otra parte, en nuestro país, las empresas que presentan una mayor probabilidad de mostrar una brecha de inversión son las pertenecientes al sector de la construcción, mientras que en la UE las empresas de esta rama no presentan una probabilidad distinta de la de aquellas del sector servicios y del de manufacturas. Estas diferencias son coherentes con la mayor intensidad que tuvo la crisis en el sector de la construcción en España.

Durante las dos últimas décadas se ha venido observando un proceso de creciente internacionalización de las empresas, al mismo tiempo que un buen número de países emergentes se han ido integrando en la cadena global de valor. Ambos procesos se han visto impulsados por los desarrollos tecnológicos en el área de las redes de comunicación y la información (dado que estos desarrollos han abaratado sustancialmente los costes), por la liberalización de los movimientos de capital en diversas regiones y por la firma de un buen número de acuerdos de comercio e integración económica —como el proceso de creación del área del euro y de la Unión Europea, su ampliación a los países de Europa del Este, o la incorporación de China a la Organización Mundial del Comercio—. Todo ello ha contribuido a impulsar el desarrollo de cadenas de produc-

ción a escala global, un notable incremento del comercio de servicios transfronterizos y, en general, un proceso de globalización de todas las actividades económicas. El resultado de este proceso ha sido la localización de una proporción creciente de la producción y la inversión mundial en economías emergentes, con mercados en expansión y costes de producción más reducidos.

El impacto que esta reorientación de los flujos de capital hacia los nuevos mercados emergentes ha podido tener sobre la inversión en las economías desarrolladas depende de si la inversión en el exterior es sustitutiva (correlación negativa) o complementaria (correlación positiva) de la inversión interna. En principio, en la medida en que ambas compiten por recursos financieros que tienen

Gráfico 1
RATIO DE INVERSIÓN EN PROPIEDAD INTELECTUAL POR SECTORES (a) (b)

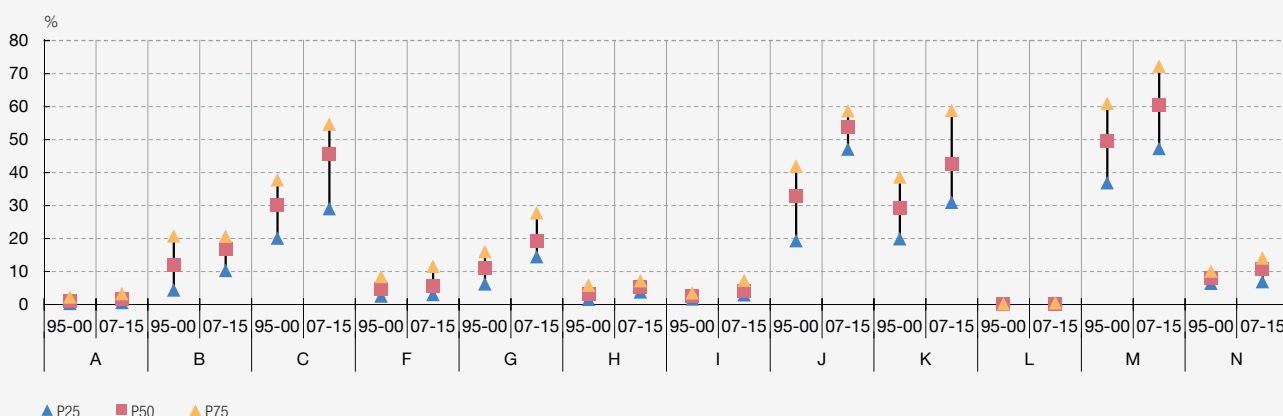
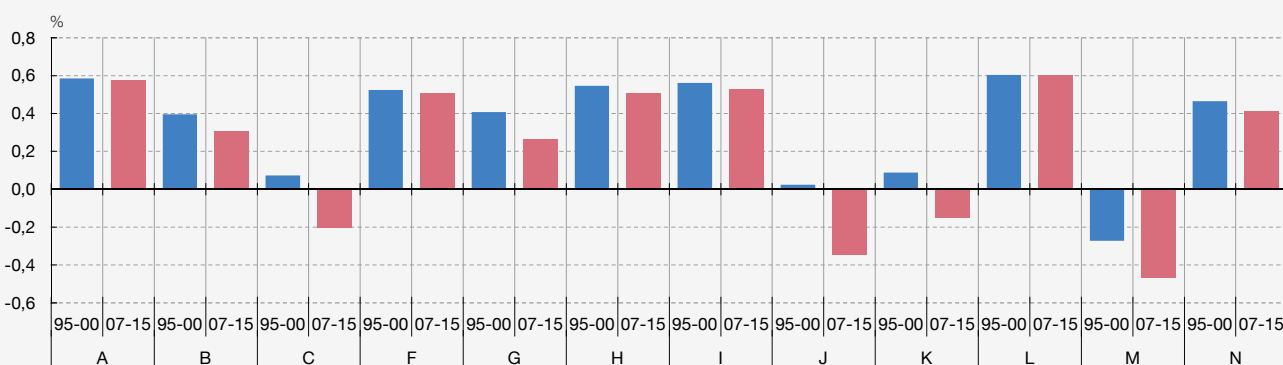


Gráfico 2
EFECTO DE LA INVERSIÓN EXTERIOR SOBRE EL CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN REAL (b) (c)



FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Eurostat y Banco de España.

- a Inversión en propiedad intelectual sobre inversión total.
- b A: agricultura; B: minería; C: industria manufacturera; F: construcción; G: comercio; H: transporte; I: hoteles, restaurantes; J: información, comunicación; K: servicios financieros; M: servicios profesionales; N: actividades administrativas.
- c Evaluado en la mediana de activos intangibles para cada sector.

un coste creciente, cabe esperar una cierta relación de sustitución entre la inversión interna y la inversión exterior. Los primeros análisis empíricos de esta relación con datos de países de la OCDE apoyaban esta hipótesis, así como estudios más recientes sobre empresas japonesas o economías en desarrollo¹. Sin embargo, las empresas que operan en varios países tienen la posibilidad de acceder a recursos financieros en distintos mercados locales y redistribuirlos entre las empresas del grupo en función de sus objetivos. En estas circunstancias, los factores relacionados con las características del proceso productivo son los que, principalmente, determinan la interacción entre inversión interna e inversión en el extranjero.

La expansión internacional de las empresas puede adoptar diversas modalidades, que combinan, en mayor o menor grado, dos variantes estilizadas del tipo de integración del proceso productivo (vertical u horizontal). Si la producción se fragmenta en etapas distribuidas en distintas localizaciones geográficas (integración vertical), en ocasiones estructuradas en forma de cadenas de valor, la inversión realizada en las distintas zonas tendrá carácter complementario, ya sea como una respuesta simultánea ante cambios en los determinantes de la inversión global de la empresa, o ya sea porque la producción en el exterior requiere *inputs* producidos por las empresas matrices, o viceversa. En cambio, si la internacionalización se basa en plantas situadas en distintas localizaciones geográficas que replican el mismo tipo de proceso productivo (integración horizontal) —posiblemente como resultado de una decisión de sustituir la exportación a dichos mercados por producción localizada en ellos, buscando un ahorro en costes de transporte, aprovechar sus posibles ventajas en costes laborales, y eliminar el impacto de las barreras arancelarias y no arancelarias o de otro tipo—, la inversión exterior estaría sustituyendo a la inversión interna. En las dos últimas décadas, la internacionalización de la producción ha discurrido por ambas vías, a través de un gran desarrollo de las cadenas globales de valor (integración vertical) y también mediante la deslocalización de producción interna, generalmente la de menor valor añadido. En las empresas estructuradas de forma más horizontal, las plantas en el exterior tienden a utilizar ciertos *inputs* intermedios de manera simultánea —por ejemplo, actividades de contenido tecnológico y ligadas al conocimiento—, que suelen tener la propiedad de «no exclusividad» (pueden ser utilizados de forma simultánea en varias plantas), de la que, generalmente, carecen los productos intermedios de las cadenas de valor.

1 Véanse M. S. Feldstein (1995), «The Effects of Outbound Foreign Direct Investment on the Domestic Capital Stock», en M. Feldstein y G. Hubbard (eds.), *The effect of taxation on multinational corporations*, University of Chicago Press, pp. 43-66; R. Belderbos, K. Fukao, K. Ito y W. Letterie (2013), «Global Fixed Capital Investment by Multinational Firms», *Economica*, 80, London School of Economics, pp. 274-299, y A. Al-Sadig (2013), *Outward Foreign Direct Investment and Domestic Investment: the Case of Developing Countries*, IMF Working Paper 13/52.

Es probable que dentro de una misma empresa o sector de actividad ambos tipos de integración coexistan en el tiempo, si bien las características tecnológicas del proceso productivo constituyen un importante factor que condiciona el tipo de integración. Para examinar qué tipo de relación predomina entre la inversión interna en las economías desarrolladas y su inversión directa en el exterior, se ha estimado una ecuación para la formación bruta de capital a escala de sectores productivos, incluyendo tanto ramas industriales como de servicios. Los datos corresponden a 19 ramas productivas (ISIC 4, primer nivel) de 19 economías avanzadas durante el período 1995-2014. Dentro del marco teórico neoclásico, la inversión de cada rama se hace depender de las perspectivas de demanda, reflejadas en su nivel de actividad o valor añadido y del coste de uso del capital², añadiéndose la inversión directa en el exterior de ese sector para captar los posibles efectos de complementariedad/sustitución apuntados anteriormente. Además, la ecuación incluye un indicador de integración horizontal —la proporción de la inversión que cada rama destina a activos de propiedad intelectual— para captar las características del proceso productivo de cada rama (véase gráfico 1). La idea que hay detrás de este indicador es que la intensidad de la inversión en intangibles, que son *inputs* intermedios que pueden ser utilizados de forma no exclusiva por múltiples plantas, es indicativa del grado de integración horizontal que predomina en cada sector³. Esta variable se interacciona con la inversión directa en el exterior para captar el efecto diferencial de esta sobre la inversión interna en los sectores con mayor proporción de activos intangibles (mayor grado de integración horizontal).

Los resultados de las estimaciones indican que, entre las economías desarrolladas, ha predominado una relación positiva (de complementariedad) entre la formación bruta de capital sectorial y la inversión directa en el exterior (véase gráfico 2), que es coherente con una expansión de las cadenas globales de producción basada, principalmente, en la complementariedad de las etapas productivas⁴. Sin embargo, en aquellos sectores en los que se detecta una mayor intensidad de activos intangibles —por ejemplo, información y comunicación (J), servicios financieros (K) y actividades profesionales y técnicas (M)—, la relación de complementariedad se difumina e, incluso, pasa a tener un carácter sustitutivo (evaluándolo en el sector mediano). En el caso de España,

2 El coste de uso del capital es el producto del precio de los bienes de inversión del sector relativo al precio de producción y el tipo de interés real a largo plazo menos la tasa de depreciación del *stock* de capital.

3 P. Braunerhjelm, L. Oxelheim y P. Thulin (2005), «The relationship between domestic and outward foreign direct investment: the role of industry-specific effects», *International Business Review*, 14, pp. 677-694, utilizan este indicador para un ejercicio similar con las ramas industriales suecas.

4 M. A. Desai, C. Fritz Foley y J. R. Hines Jr. (2005), «Foreign Direct Investment and the Domestic Capital Stock», *American Economic Activity Papers and Proceedings*, mayo, pp. 33-38, encuentran también una relación de complementariedad en el caso de las multinacionales americanas.

que no difiere sustancialmente de la caracterización dada por la mediana de los sectores, el impacto de la inversión en el exterior sobre la inversión interna habría resultado similar al reflejado en el gráfico 2, con la matización de que la industria extractiva, las manufacturas y la distribución comercial son menos intensivas en activos intangibles, por lo que su impacto sobre la inversión interna habría sido más positivo que el reflejado por las medianas de estos sectores. En consecuencia, la inversión directa en

el exterior que han realizado las economías desarrolladas en las dos últimas décadas, en principio, no parece haber ido en detrimento de la inversión interna, con carácter general. Solo en aquellos sectores con mayor intensidad de inversión en activos relacionados con la propiedad intelectual —cuya importancia en la inversión total varía de unos países a otros—, la inversión exterior puede contribuir a explicar el débil crecimiento de la inversión en los últimos años.

Las reformas estructurales de los mercados de bienes, encaminadas a aumentar el nivel de competencia y reducir los márgenes empresariales por unidad de producto, permiten elevar el nivel de actividad de la economía en el medio y largo plazo. Al reducir las ineficiencias derivadas del exceso de poder de mercado de las empresas, estas reformas elevan la eficiencia de la economía en el largo plazo, y la consiguiente expectativa de mayor actividad en el futuro puede fomentar el consumo y, sobre todo, la inversión, desde el propio anuncio de las reformas estructurales¹, incluso en un contexto de desapalancamiento de hogares y empresas, como el que ha afrontado la economía española en los últimos años².

- 1 Véase M. Draghi (2017), discurso inaugural de la Conferencia del Banco Central Europeo «Structural reforms in the euro area», Fráncfort del Meno, 18 de octubre de 2017. No obstante, en los últimos años parte de la literatura ha subrayado la posible existencia, en determinadas situaciones, de efectos adversos en el corto plazo. En particular, en un influyente artículo, Eggertsson *et al.* [G. Eggertsson, A. Ferrero y A. Raffo (2014), «Can structural reforms help Europe?», *Journal of Monetary Economics*, 61, pp. 2-22] argumentan que estas reformas estructurales pueden tener un impacto negativo si en el corto y medio plazo la política monetaria está restringida por la cota inferior de los tipos de interés y no dispone de capacidad para acomodar los efectos deflacionarios de una reducción de márgenes en el mercado de bienes, propiciando, por tanto, un aumento de los tipos de interés reales cuyo efecto contractivo puede dominar, al menos en el corto plazo, los efectos positivos de la propia reforma.
- 2 Adicionalmente, se podría argumentar que, en una economía con fuertes restricciones financieras, que está llevando a cabo un proceso de desapalancamiento de su sector privado, las dificultades de acceso a la financiación para acometer nuevos planes de consumo e inversión podrían reducir la capacidad de los agentes para materializar en el presente parte de los efectos positivos futuros de la reforma, de manera que los efectos de corto plazo resultarían reducidos pese a la expectativa de aumentos de actividad en el futuro.

El presente recuadro analiza si estos argumentos son aplicables al caso español, utilizando para ello un modelo macroeconómico³. En concreto, se hace uso de un modelo de una unión monetaria compuesta por dos áreas de distinto tamaño, calibradas en este caso para representar a España y al resto del área del euro⁴. En el modelo, los hogares y las empresas de cada país se endeudan a largo plazo, y su capacidad de financiación está restringida por el valor de sus activos, que sirven de garantías o colaterales. Sobre esta base, se simula una reforma estructural consistente en una reducción permanente de los márgenes unitarios de las empresas. Además, se añaden dos escenarios sobre este: uno en el que se produce, en paralelo, un proceso de desapalancamiento del sector privado, y otro en el que, además de lo anterior, la política monetaria se encuentra restringida por la cota inferior de los tipos de interés (escenario de «tiempos normales»).

Los gráficos 1 y 2 presentan el efecto marginal sobre el PIB y sobre la inversión de esta reforma en cada uno de estos tres escenarios.

- 3 Véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, 12, pp. 219-277.
- 4 Esta estructura de varios países resulta fundamental para las simulaciones de este recuadro: los resultados del modelo de Arce *et al.* resultarían similares a los de Eggertsson *et al.* (2014) si las reformas estructurales simuladas se aplicasen sobre el conjunto del área del euro y no solo sobre una parte. En J. Andrés, Ó. Arce y S. Hurtado (2018), *Internal Devaluations in a Monetary Union: Labour vs Product Market Reforms*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación, se analiza en mayor detalle el efecto del tamaño del área que implementa las reformas, encontrando que, en una situación de tipos de interés limitados por su cota inferior, el impacto de corto plazo de un aumento de la competencia en los mercados de bienes resulta positivo, siempre que el área que implementa las reformas suponga menos del 60% de la unión monetaria.

Gráfico 1
EFECTO MARGINAL SOBRE EL PIB DE UNA REDUCCIÓN PERMANENTE DE LOS MÁRGENES UNITARIOS DE LAS EMPRESAS

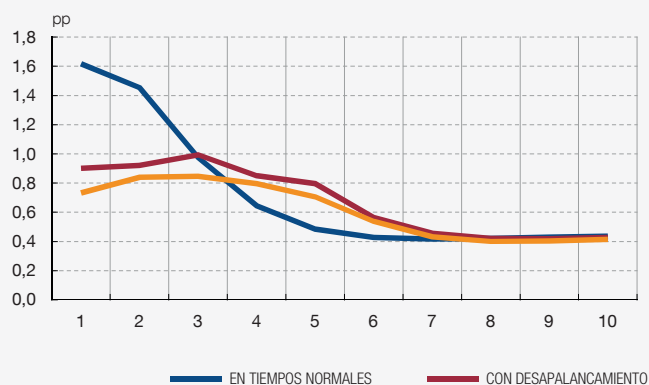
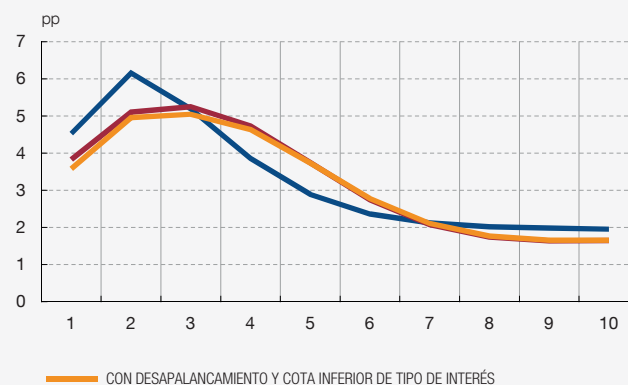


Gráfico 2
EFECTO MARGINAL SOBRE LA INVERSIÓN DE UNA REDUCCIÓN PERMANENTE DE LOS MÁRGENES UNITARIOS DE LAS EMPRESAS



FUENTE: Banco de España.

Las simulaciones del modelo confirman, en primer lugar, que estas reformas son claramente expansivas en tiempos normales (líneas azules en los gráficos), tanto sobre el PIB como sobre la inversión, por los argumentos detallados anteriormente.

En segundo lugar, los resultados, en un contexto de desapalancamiento del sector privado (líneas rojas en los gráficos), muestran que, aunque efectivamente una situación de fuertes restricciones financieras puede mermar la eficacia de corto plazo de estas reformas estructurales, su impacto inmediato sigue siendo claramente positivo tanto sobre el PIB como sobre la inversión. Un canal importante que posibilita esto último es el siguiente: el incentivo a invertir que genera la reforma favorece una cierta revalorización de los activos y, por tanto, aumenta el valor del patrimonio neto de los hogares y empresas endeudados, lo que permite reducir la intensidad, la duración y los efectos contractivos del proceso de desapalancamiento⁵.

Por último, si además de existir un proceso de desapalancamiento en España la unión monetaria en su conjunto se encuentra

restringida por la cota inferior de los tipos de interés (líneas verdes en los gráficos), los resultados del modelo muestran que se reduce adicionalmente la eficacia a corto plazo de estas reformas para estimular la actividad, aunque, en cualquier caso, se mantiene un efecto claramente positivo de la reforma sobre la inversión y la actividad económica tanto en el corto como en el largo plazo. Esta simulación resulta deflacionaria y, ante la imposibilidad de la política monetaria de acomodar esta perturbación mediante una reducción adicional del tipo de interés, se observa un aumento de los tipos de interés reales, cuyos efectos contractivos, sin embargo, no llegan a dominar los efectos positivos de la propia reforma.

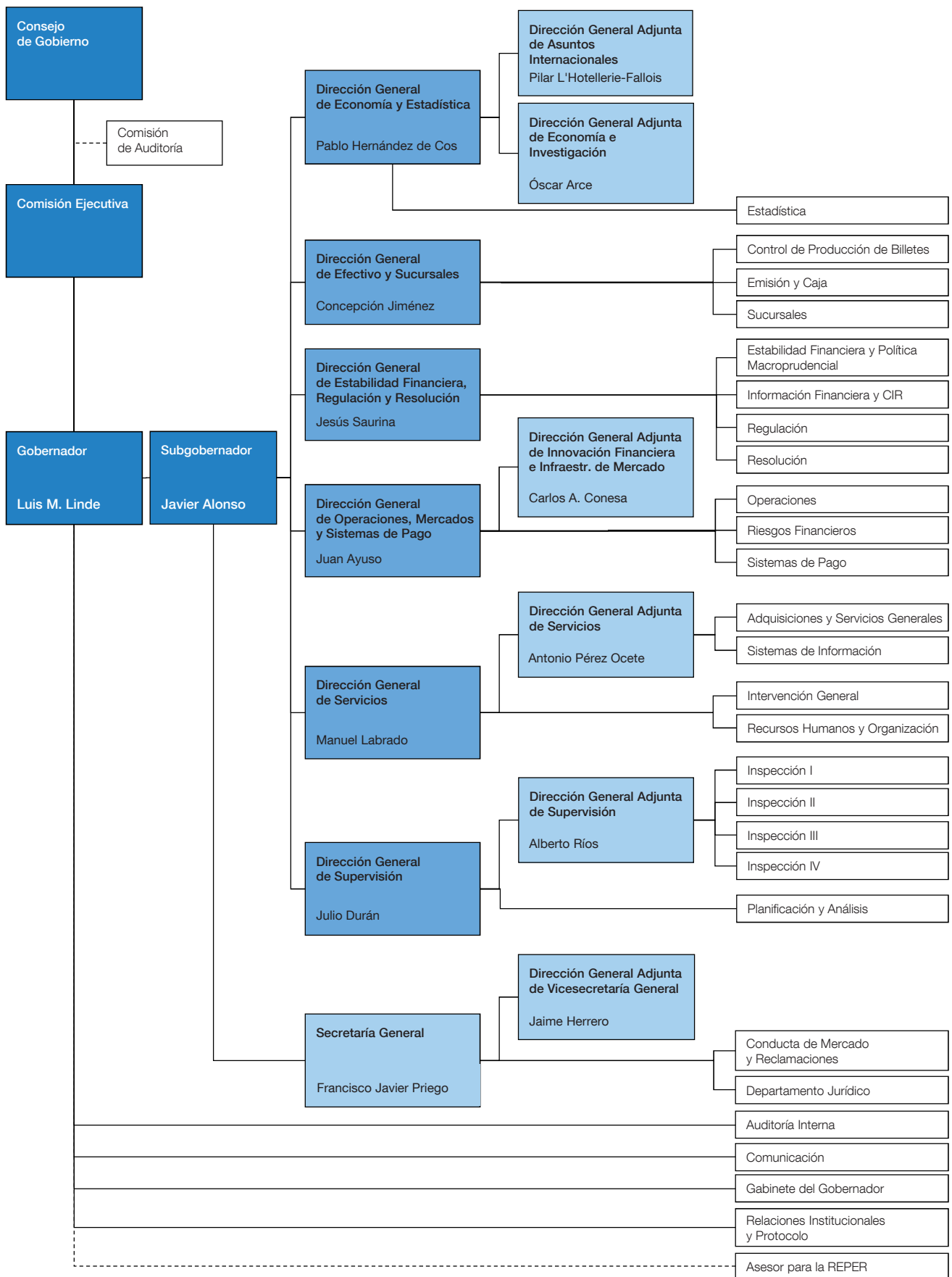
En resumen, los ejercicios presentados en este recuadro ponen de manifiesto los efectos positivos sobre el PIB que pueden llegar a tener las reformas dirigidas a aumentar el grado de competencia en los mercados de bienes y servicios. El repunte de la inversión tras la implementación de una reforma de este tipo es el canal a través del cual los empresarios reflejan a corto plazo la expectativa de una economía permanentemente más eficiente y dinámica. Los efectos expansivos de este tipo de política son, además, robustos, incluso en un contexto macrofinanciero complejo, en el que los agentes se enfrentan a una necesidad de reducir su deuda y en el que la política monetaria tiene un margen restringido para acometer bajadas adicionales de los tipos de interés.

5 Para un análisis detallado del mecanismo por el cual las reformas en los mercados de producto acortan las fases de desapalancamiento privado, véase J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2017), «Structural Reforms in a Debt Overhang», *Journal of Monetary Economics*, vol. 88, pp. 15-34.



COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



CONSEJO DE GOBIERNO

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Javier Alonso
CONSEJERAS Y CONSEJEROS	Carmen Alonso Maximino Carpio Rafael Castejón Fernando Eguidazu Núria Mas Vicente Salas
SECRETARIO GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Francisco Fernando Navarrete
VICEPRESIDENTA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Ana María Martínez-Pina
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Juan Ayuso Julio Durán Pablo Hernández de Cos Concepción Jiménez Manuel Labrado Jesús Saurina
SECRETARIO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Francisco Javier Priego
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Mariano Serrano

COMISIÓN EJECUTIVA

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Javier Alonso
CONSEJEROS	Fernando Eguidazu Vicente Salas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO (<i>Con voz y sin voto</i>)	Juan Ayuso Julio Durán Pablo Hernández de Cos Concepción Jiménez Manuel Labrado Jesús Saurina
SECRETARIO (<i>Con voz y sin voto</i>)	Francisco Javier Priego

ÍNDICE DE IMÁGENES

- Pág. 18 Chaflán de Cibeles. Autor: Vis-Tek. © Banco de España
- Pág. 20 Pantalla indicadora del I Seminario Anual de Investigación. Autor: Daniel Santamaría. © Banco de España
- Pág. 82 Escalera Imperial. Autor: Vis-Tek. © Banco de España
- Pág. 84 Sala Europa del edificio de Cibeles durante el desarrollo de la III Jornada de Historia Económica. Autor: Daniel Santamaría. © Banco de España
- Pág. 120 Antesala del Gobernador. Autor: Vis-Tek. © Banco de España
- Pág. 122 Cartel indicador del I Seminario Anual de Investigación en el edificio de Cibeles. Autor: Daniel Santamaría. © Banco de España
- Pág. 160 Detalle del reloj del chaflán de Cibeles. Autor: Vis-Tek. © Banco de España

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/Catalogopublicaciones.pdf>.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CE	Comisión Europea	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCAA	Comunidades Autónomas	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCLL	Corporaciones Locales	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra Benéfico-Social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	PNB	Producto Nacional Bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	RD	Real Decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RM	Resto del Mundo
EPA	Encuesta de población activa	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FFPP	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UEM	Unión Económica y Monetaria
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FSE	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
ICO	Instituto de Crédito Oficial		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T_j^i	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m_j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.