

Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos



El *Informe Anual* del Banco de España constituye el principal instrumento del que dispone la institución para contribuir a la difusión de sus análisis acerca de nuestra economía¹. En el capítulo introductorio del Informe se proporciona la visión del Banco sobre la evolución más reciente, se subrayan los retos a los que se enfrenta la economía y se exploran posibles vías para abordarlos. El Informe contiene además tres capítulos temáticos, que tratan —respectivamente— el estudio de los factores que subyacen al dilatado período actual de reducida inflación no solo en España, sino también en el conjunto del área del euro, las consideraciones acerca del diseño de la política monetaria a largo plazo tras la experiencia adquirida con la crisis y las consecuencias económicas de los profundos cambios demográficos a los que nuestro país se está enfrentando.

La economía española se enfrenta desde el inicio de 2018 a un entorno internacional más adverso, en el que destaca la incertidumbre generada por las tensiones comerciales

El contexto económico internacional se tornó en 2018 más desfavorable, con una desaceleración de la actividad económica mundial que fue particularmente intensa en relación con los intercambios comerciales. Diversos factores explican este deterioro, entre los que destacan el impacto de los conflictos comerciales, especialmente entre Estados Unidos y China, y las incertidumbres ligadas al desenlace del *brexit*.

Asimismo, en ese entorno, la economía china evidenció las dificultades que supone gestionar ordenadamente el impacto sobre la actividad de su necesario proceso de desendeudamiento. Por su parte, algunas de las economías emergentes que presentan mayores desequilibrios, como Argentina y Turquía, se vieron particularmente

¹ Como tal, el *Informe Anual* complementa otras publicaciones económicas regulares del Banco de España, como el *Informe de Estabilidad Financiera*, en el que se analizan semestralmente los riesgos específicos del sistema financiero español y se explica la política macroprudencial de la institución, o el *Boletín Económico*, en el que se presentan trimestralmente la evolución de la economía española, dentro del contexto internacional y del área del euro, y las proyecciones para los próximos años. Por su parte, también con carácter anual, el Banco de España publica sus *Cuentas Anuales*, así como el *Informe Institucional*, que ofrece a los ciudadanos una visión de la organización y de sus funciones, y un resumen de las actividades más relevantes que se han realizado a lo largo del año. Esta información se complementa con la publicación de memorias específicas sobre las actividades de supervisión bancaria, las reclamaciones o la vigilancia de las infraestructuras de mercado, entre otras.

afectadas por el endurecimiento de las condiciones financieras globales asociado al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

La economía del área del euro moderó su crecimiento de forma significativa, y el BCE mantuvo una política monetaria muy acomodaticia

Dado su elevado grado de apertura exterior, el incremento de la incertidumbre y la desaceleración de la actividad y el comercio mundiales se han hecho sentir especialmente en el área del euro, que moderó su crecimiento de manera significativa en 2018. La economía del área del euro se vio afectada, además, por diversas perturbaciones idiosincrásicas negativas, que fueron particularmente intensas en Italia, como resultado de la incertidumbre sobre el curso de sus políticas económicas, y en Alemania, donde se concentraron en algunos sectores clave de su estructura productiva, como el del automóvil.

En este contexto, caracterizado también por niveles reducidos de la inflación subyacente, el Banco Central Europeo (BCE) continuó instrumentando una política monetaria muy expansiva. Así, aunque puso fin a las compras netas de activos en diciembre, comunicó su intención de mantener los tipos de interés en los niveles históricamente reducidos actuales hasta al menos finales de 2019, y de seguir reinvertiendo los activos acumulados en su balance durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés. Además, anunció una nueva serie de operaciones de financiación a más largo plazo (TLTRO). Como resultado, los mercados financieros esperan el mantenimiento de tipos de interés reducidos durante un tiempo extenso.

Las perspectivas de crecimiento mundiales y europeas se encuentran sujetas a riesgos a la baja, que, en el caso de la UEM, exigen una acción decidida para reforzar la arquitectura institucional

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento mundiales y europeas siguen sujetas a importantes riesgos a la baja, entre los que destaca el impacto para la economía mundial de la potencial proliferación de medidas proteccionistas, a los que se unen las vulnerabilidades de algunas economías emergentes, en particular, dada su importancia, las de la economía china, y los elevados niveles de endeudamiento a escala global.

Más allá de los efectos derivados de la eventual materialización de estos riesgos, las economías europeas mantienen también importantes elementos idiosincrásicos

de vulnerabilidad: la incertidumbre sobre el *brex*it, los elevados niveles de endeudamiento en algunos países, la debilidad de determinadas entidades bancarias, las perspectivas demográficas y los bajos niveles de productividad, entre otros.

Afrontar estos retos de la economía europea requiere una acción decidida por parte de las autoridades nacionales para aumentar el potencial de crecimiento y reducir las vulnerabilidades. También exige reconocer que la arquitectura institucional y regulatoria de la Unión Económica y Monetaria (UEM) sigue incompleta, a pesar de las reformas acordadas en los últimos años, y que es preciso culminar su revisión para evitar que la moneda única siga encontrándose expuesta a tensiones en caso de que se materialicen perturbaciones de elevado calibre. Tres son los ámbitos en los que la necesidad de actuar es más perentoria. En primer lugar, a la Unión Bancaria continúa faltándole un pilar muy importante para su culminación, como es la creación de un sistema común de garantía de depósitos. En segundo lugar, es preciso dar un nuevo impulso a la integración de los mercados de capitales, área en la que los progresos siguen siendo lentos. Por último, la capacidad de aseguramiento mutuo se vería fortalecida si se aprobara la creación de un instrumento de estabilización cíclica, propuesta que aún no ha concitado un grado de consenso suficiente.

Los bancos centrales en general, y el BCE en particular, se enfrentan a múltiples dificultades, entre las que destacan la persistencia de una inflación reducida y la proximidad de los tipos de interés a sus límites efectivos inferiores, que pueden exigir una revisión de sus estrategias de actuación

Por otra parte, las economías desarrolladas —en particular, dentro de ellas, el área del euro— se han visto inmersas en un período prolongado de reducida inflación. Esta situación obedece, en parte, al elevado grado de holgura cíclica al que dio lugar la profunda recesión. Además, la prolongación del período de menor dinamismo de los precios habría contribuido a reforzar su persistencia, al presionar a la baja las expectativas de inflación de los agentes.

A ello cabría añadir los efectos de algunos factores estructurales, como el envejecimiento de la población, la globalización o la generalización de las nuevas tecnologías, y —en el área del euro— el impacto de las reformas y de los procesos de ajuste competitivo acometidos en algunos países a raíz de la crisis. Más recientemente, se ha observado, en la UEM y en otras zonas,

un repunte de los crecimientos salariales que, de momento, no se ha trasladado a los precios. De cara al futuro, constituye una incógnita en qué medida esa transmisión tendrá lugar o si, por el contrario, el impacto de los mayores costes laborales tenderá a verse absorbido, como en los últimos trimestres, por una compresión de los márgenes empresariales.

Por otra parte, la proximidad de los tipos de interés a sus límites efectivos inferiores estrecha el margen de maniobra que tienen los bancos centrales para reaccionar ante futuras recesiones, lo que ha abierto un debate acerca de posibles vías para paliar esta limitación. En concreto, recientemente se ha planteado el recurso a alternativas como la elevación del objetivo numérico de inflación o la fijación de una meta relativa al nivel de precios, aunque tales posibilidades no están exentas de costes y de inconvenientes. Además, los bancos centrales tendrán que evaluar si es conveniente que sus balances mantengan el elevado tamaño actual o si, por el contrario, es preferible que este tienda a aproximarse hacia el que era habitual antes de la crisis, cuestión que, más allá de sus aspectos operativos, no solo resulta relevante a efectos de la eficacia de la propia política monetaria, sino que también puede tener consecuencias para la estabilidad del conjunto del sector financiero.

**En este contexto exterior,
la economía española mantuvo
un comportamiento favorable
en 2018**

Con el trasfondo de este entorno exterior poco propicio, la economía española experimentó una ligera desaceleración, pero mostró un elevado grado de resistencia en comparación con otros países de nuestro entorno. Como resultado, se prolongó, por quinto año consecutivo, la recuperación de la actividad y se mantuvo la intensidad de la creación de empleo, lo que contribuyó a una nueva reducción de la tasa de paro.

Detrás de esta evolución favorable se encuentra el elevado dinamismo de la demanda interna, que ayudó a contrapesar la notable pérdida de empuje de las exportaciones. En concreto, el comportamiento expansivo de las rentas de hogares y de empresas, la mejora de su posición patrimonial (fundamentalmente, como consecuencia de la continuación del proceso de desendeudamiento) y la disponibilidad de financiación en condiciones muy favorables constituyeron elementos de soporte del consumo y de la inversión privados.

No obstante, la fortaleza de la demanda interna se vio alentada por otros elementos menos positivos, en la medida en que dan lugar a posibles fuentes de vulnerabilidad para el futuro. Por un lado, la política presupuestaria mantuvo un tono expansivo, que favoreció, en particular, el crecimiento de las rentas de las familias. Por otro, se produjo un nuevo descenso de la tasa de ahorro de estos agentes, hasta alcanzar un mínimo histórico.

La expansión de la economía se asienta en la corrección de algunos desequilibrios, como el desendeudamiento del sector privado y la mejora de la competitividad

Desde una perspectiva temporal más amplia, el balance de los años transcurridos desde el inicio de la fase expansiva merece, a grandes rasgos, una valoración positiva. El último quinquenio se ha caracterizado por crecimientos elevados de la actividad y del empleo, que han superado con claridad a los observados en el área del euro. Además, la recuperación ha permitido y, en paralelo, se ha sustentado en la corrección de algunos de los desequilibrios que se acumularon en la etapa expansiva anterior.

En particular, la actual fase alcista del ciclo es deudora de la significativa reducción del endeudamiento de hogares y de empresas, la profunda reestructuración experimentada por el sistema financiero y la recuperación de la competitividad externa, que ha posibilitado la sucesión de superávits externos. Este último desarrollo, que contrasta con lo observado en nuestro país en pasadas fases alcistas del ciclo, ha hecho posible que comience a reducirse la deuda neta contraída frente al resto del mundo.

La notable mejora registrada por la competitividad exterior ha alentado el dinamismo de las exportaciones, lo que ha permitido que su participación en el producto de la economía haya experimentado un notable incremento, rasgo destacado, junto con el aumento del peso de la inversión en equipo, de los cambios operados en la estructura productiva de la economía a lo largo de los últimos años.

La economía se encuentra sujeta a diferentes retos y vulnerabilidades, que conviene afrontar con prontitud

A pesar de estos desarrollos, la economía se enfrenta a importantes retos y vulnerabilidades, que exigen ser afrontados para favorecer un crecimiento sostenible y equilibrado. La lista de desafíos —que, aunque no sea

exhaustiva, recoge los más importantes— incluye la reducción del elevado endeudamiento público y exterior y de la alta tasa de paro, el aumento de la productividad, la necesidad de encarar las consecuencias del progresivo envejecimiento de la población y el reforzamiento del sistema bancario.

Además, concurren circunstancias que subrayan la necesidad de abordar estos retos con urgencia. Por un lado, resulta crucial aprovechar el entorno económico todavía favorable para acelerar las reformas necesarias. Los potenciales costes transitorios que, en ocasiones, tienen algunas de las reformas estructurales se pueden afrontar en mejores condiciones en escenarios económicos benignos. Asimismo, el efecto de alguna de estas reformas es precisamente el de hacer más resistente la economía ante un escenario adverso. Por otro lado, como ya se ha apuntado, debe tenerse en cuenta que el escenario internacional se caracteriza, más allá de la ralentización ya observada de la actividad y del comercio mundiales, por la presencia de diversas fuentes de riesgo cuya hipotética materialización frenaría la expansión y cuyos efectos podrían verse amplificadas por la existencia de los elementos de fragilidad de nuestra economía. En contraste, las iniciativas de política económica llevadas a cabo en los años más recientes para afrontar estos retos han sido muy escasas.

La actual fase expansiva debería ser aprovechada para impulsar una mejora de las cuentas públicas

Entre las dificultades pendientes de afrontar destaca la ausencia de una corrección significativa en el componente estructural del déficit público durante los últimos años. En concreto, aunque a lo largo de la recuperación se ha observado una reducción en el déficit de las Administraciones Públicas, esta ha obedecido fundamentalmente a la propia bonanza de la actividad y al descenso de los tipos de interés, sin que se haya producido una mejora genuina en el saldo estructural, que permanece en niveles muy elevados. Como consecuencia, apenas ha descendido la ratio de deuda pública desde el pico alcanzado en 2014, de modo que, al final del primer trimestre de este año, esta suponía algo más del 98 % del PIB.

El mantenimiento de niveles tan altos de endeudamiento público restringe significativamente el margen de actuación de la política fiscal ante un eventual escenario recesivo, por lo que el proceso de consolidación presupuestaria constituye una tarea que debe ser prioritaria.

La corrección del endeudamiento externo de la economía exige mantener las ganancias de competitividad acumuladas

A pesar de la notable corrección acumulada hasta la fecha, el saldo deudor de la posición de inversión internacional neta se sitúa muy por encima de la observada en otras economías de nuestro entorno. Además, el endeudamiento bruto de la nación se encuentra solo ligeramente por debajo del máximo observado durante la crisis.

Continuar con la reducción del endeudamiento frente al resto del mundo exige la consecución de superávits exteriores de manera sostenida en el tiempo, lo que, a su vez, demanda el logro de ganancias adicionales de competitividad, que, a diferencia de lo observado en la parte transcurrida de la recuperación (basada en la moderación de los costes laborales y financieros), en adelante deberían descansar, en mayor medida, en aumentos de la productividad.

Extender los beneficios de la recuperación a toda la sociedad requiere políticas que potencien la creación de empleo y su calidad, y fomenten la productividad

Además, en un contexto en el que la desigualdad aumentó durante la crisis, debe constituir un objetivo prioritario de política económica conseguir que los beneficios de la recuperación se hagan extensivos a capas de la sociedad tan amplias como sea posible. Ello requiere, entre otras acciones, el logro de aumentos adicionales de la ocupación y de una mejora de la calidad del empleo.

El mercado de trabajo español continúa presentando síntomas de un elevado grado de disfuncionalidad, el principal de los cuales viene dado por la persistencia de un paro muy elevado. Es cierto que la tasa de desempleo ha experimentado una reducción muy significativa desde el inicio de la recuperación, pero aun así sigue siendo muy alta. Este es, particularmente, el caso de algunos colectivos concretos, como el de los trabajadores más jóvenes y el de aquellos con menores niveles de cualificación, grupos poblacionales en los que se concentra, en gran medida, el paro de larga duración. Adicionalmente, la calidad de los empleos existentes, con tasas de temporalidad y de parcialidad no deseada muy elevadas, admite márgenes de mejora significativos.

Dado este diagnóstico, los remedios pasan por la reducción del desajuste entre las cualificaciones de los parados y las solicitadas por los empleadores, lo que requiere una mejora del capital humano del colectivo de desempleados de menor formación, con el fin de facilitar su reinserción en el mercado laboral. Además, la necesidad de afrontar fenómenos como la globalización y la digitalización exige el replanteamiento del diseño institucional del sistema educativo, así como del sistema de aprendizaje y del propio contenido del currículum educativo.

Por su parte, la disminución de la elevada temporalidad demanda la adopción de cambios regulatorios que mejoren el atractivo de la contratación indefinida. Asimismo, la negociación colectiva debe interiorizar la elevada dispersión que existe entre sectores y empresas en términos de productividad, a efectos de facilitar un mejor alineamiento entre esta última y las retribuciones salariales. Avanzar en estas dos dimensiones ayudaría a que las perturbaciones negativas no incidieran tan desproporcionadamente en el empleo como ha venido sucediendo históricamente en la economía española.

La mejora de los niveles de bienestar de la ciudadanía depende, además, de forma crucial, del aumento de los ritmos de avance de la productividad, que han sido muy pobres en la última década. De hecho, frente a la mera acumulación de factores de producción, el aumento de la productividad es el único mecanismo que puede generar un crecimiento económico sostenido y estable en el largo plazo. Resulta esencial, por tanto, acometer las reformas estructurales necesarias para mejorar la dinámica de esta variable. Entre otros aspectos, existe un margen amplio para acometer reformas que reduzcan la dualidad del mercado laboral, revisen aquellas regulaciones que frenan indebidamente la competencia sectorial y desincentivan o dificultan el crecimiento empresarial, mejoren la calidad de las instituciones y eliminen el déficit de capital humano y tecnológico. Al mismo tiempo, una revisión de la composición de los gastos y de los ingresos públicos para aumentar su eficiencia y, con carácter general, una evaluación periódica y sistemática de las políticas públicas podrían contribuir de forma decisiva a la mejora de la productividad.

El fenómeno del envejecimiento poblacional supone un reto de primer orden

El fenómeno del envejecimiento poblacional que se está produciendo en las economías avanzadas comportará consecuencias muy profundas. Los efectos de esta evolución demográfica se harán

patentes en muchas áreas de la economía, al afectar a los patrones de consumo y de ahorro, generar una reducción de la fuerza laboral y, posiblemente, del ritmo de avance de la productividad, y, asimismo, poner a prueba la eficacia de las políticas de demanda para estabilizar la actividad.

Por ello, resulta importante enfatizar que afrontar el reto poblacional requiere la adopción de una estrategia multidisciplinar que, entre otros aspectos, incentive la participación de los trabajadores de más edad, acompase la política migratoria a las necesidades del mercado laboral y fomente la natalidad. En este escenario, las políticas educativas y de capacitación profesional resultan cruciales.

Además, el envejecimiento poblacional supone un reto de primer orden para la sostenibilidad de nuestro sistema de bienestar social, dado que implica un aumento muy pronunciado del gasto público en determinadas partidas, que, de modo notable, comprenden el sistema público de pensiones. Las reformas aprobadas en 2011 y en 2013 incluyeron algunos elementos de ajuste que permitían contrarrestar de manera significativa el efecto del envejecimiento sobre el gasto público en pensiones a través, sobre todo, de una reducción también significativa de la tasa de sustitución. Las últimas medidas aprobadas han retrasado la aplicación del factor de sostenibilidad y han reintroducido, en los últimos años, la revalorización de las pensiones con el IPC. En este contexto, garantizar la sostenibilidad financiera del sistema requerirá medidas adicionales. La trascendencia de esta cuestión subraya la necesidad de construir consensos amplios, sin demoras injustificadas, acerca de estas medidas que son necesarias para que nuestro sistema de pensiones preserve la sostenibilidad intertemporal y la equidad entre las distintas generaciones.

Se ha avanzado en el reforzamiento del sistema bancario, pero quedan importantes tareas pendientes

En 2018 prosiguió el reforzamiento de la situación financiera del sistema bancario, con una mejora importante de la calidad de la cartera de activos. El saneamiento de los balances se apoyó tanto en la continuación de la expansión cíclica como en las operaciones de transferencia y de venta de activos problemáticos llevadas a cabo por el sector. Todo ello redundó en la continuación de la recuperación de la rentabilidad de las entidades financieras.

No obstante, es necesario seguir abordando los considerables retos a los que todavía se enfrenta el sistema bancario, que en muchos casos son compartidos por otros sistemas bancarios europeos. En particular, la reducción adicional de los volúmenes de activos problemáticos y la continuación de la racionalización de los gastos de explotación son indispensables para el restablecimiento de cotas más elevadas de rentabilidad, que sigue en niveles reducidos en relación con el coste del capital que deben asumir estas entidades. Además, las entidades españolas deben reforzar su capital y los pasivos susceptibles de recapitalización interna para afrontar los retos regulatorios pendientes y mejorar su capacidad de resistencia frente a perturbaciones adversas.

Adicionalmente, las entidades deberán adaptarse a la nueva estructura sectorial que se está gestando, caracterizada por la participación de nuevos competidores, y al nuevo entorno tecnológico, en el que la digitalización de muchos servicios financieros plantea importantes riesgos y oportunidades para las instituciones de crédito, y pugnar por una mejora de su reputación, dañada en algunos aspectos tras la crisis.

La reciente creación de la AMCESFI y la ampliación del conjunto de herramientas macroprudenciales a disposición de las autoridades supervisoras sectoriales refuerzan la capacidad de prevención y de mitigación de los riesgos para la estabilidad financiera

Por otra parte, a principios de 2019 se creó la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) con el objetivo de potenciar la coordinación, el intercambio de información y el análisis de los riesgos para la estabilidad financiera entre el Ministerio de Economía y Empresa, el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. En paralelo, se ha ampliado el conjunto de instrumentos a disposición de las autoridades sectoriales para aplicarlos sobre las entidades sujetas a su regulación. En particular, el

Banco de España queda facultado para exigir eventualmente a las entidades bancarias colchones anticíclicos de capital por segmentos de crédito, límites a la concentración frente a sectores de actividad económica y condiciones sobre la concesión de nuevos préstamos. Estos instrumentos se unen a los ya existentes (colchón de capital anticíclico y colchones de capital para entidades de importancia sistémica nacional y mundial, entre otros). Estos desarrollos deberían contribuir a

mejorar la capacidad de las autoridades tanto de identificación de los riesgos para la estabilidad financiera como de respuesta para mitigarlos.

En definitiva, la evolución positiva de la economía de los últimos años no puede hacernos olvidar los enormes retos que todavía se deben enfrentar. Solo afrontando estos retos de manera decisiva podremos dar un impulso adicional a la actual fase de recuperación, mejorar la capacidad de nuestra economía de hacer frente a escenarios negativos en el futuro y anticiparnos a las múltiples consecuencias del importante cambio demográfico que ha de encarar este país.

Pablo Hernández de Cos

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2018*, celebrada en la sucursal del Banco de España en Oviedo.

28 de mayo de 2019.