

INFORME ANUAL 2018: SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

UNIVERSIDAD DE OVIEDO
28 de mayo de 2019



EL DEBILITAMIENTO DEL CONTEXTO INTERNACIONAL

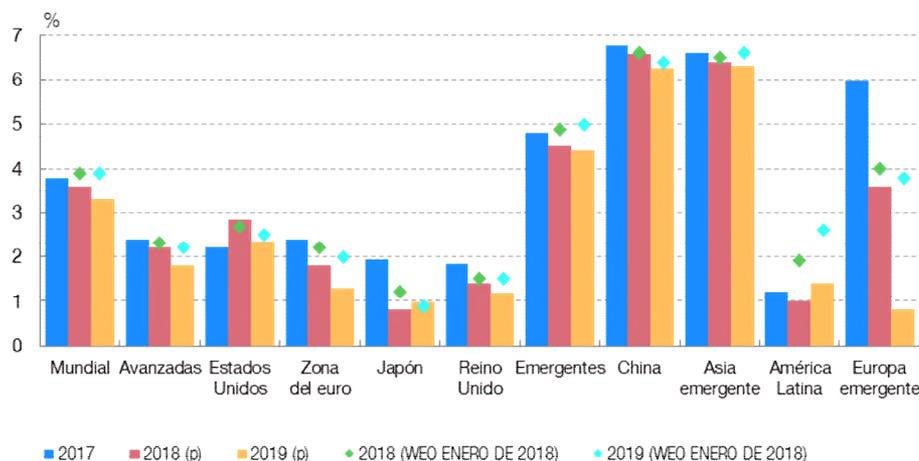
El contexto económico internacional se tornó en 2018 más desfavorable, con una **moderación** del:

- **crecimiento del PIB mundial**, con distinta intensidad según las áreas geográficas (mayor en economías emergentes vulnerables y en el área del euro)
- **y, sobre todo, del comercio**, hasta tasas negativas al cierre del año

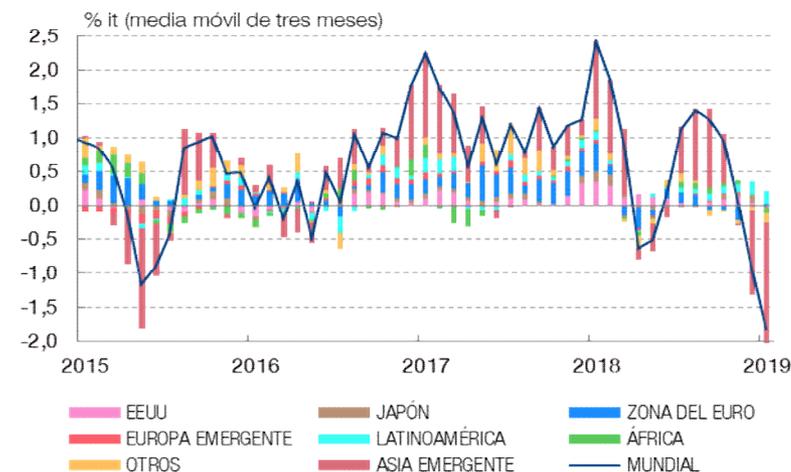
Entre las causas:

- **tensionamiento de las condiciones financieras globales**
- **conflictos comerciales**
- **diversas fuentes de incertidumbre (brexit,...)**
- **proceso de desendeudamiento en China**

CRECIMIENTO DEL PIB



CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL. EVOLUCIÓN POR ÁREAS



FUENTES: CPB, PIIE, US Census y FMI Dots.

LA INTENSA DESACELERACIÓN DEL ÁREA DEL EURO

La ralentización de la eurozona fue muy significativa: en tasa interanual, el PIB se desaceleró desde el 2,7% a finales de 2017 hasta el 1,2% un año más tarde:

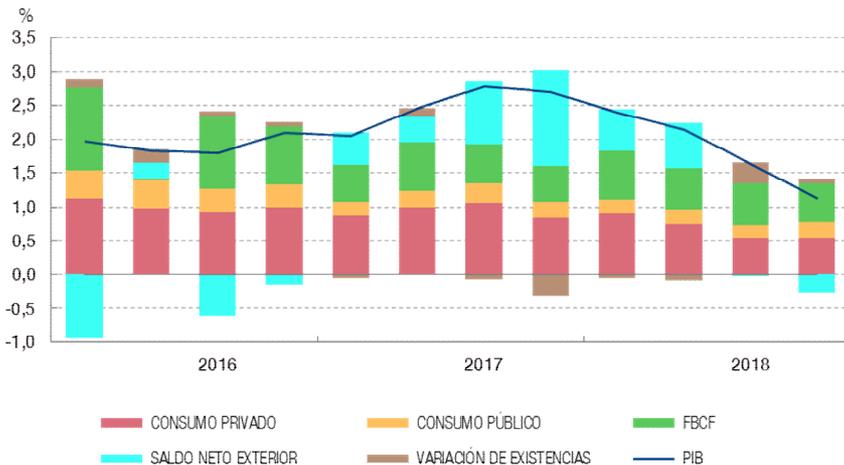
- dado su **elevado grado de apertura exterior**, se ha visto particularmente afectada por el incremento de la incertidumbre y la desaceleración de la actividad y el comercio mundiales
- las **exportaciones del área** se vieron penalizadas por su **especialización geográfica y por productos**
- distintas **perturbaciones idiosincrásicas** afectaron a algunas economías (en especial Italia y Alemania), con impacto negativo sobre consumo e inversión

Aun tras el cese del programa de compras, el BCE mantuvo una **política monetaria muy acomodaticia**, dada la moderación de la actividad y la reducida inflación:

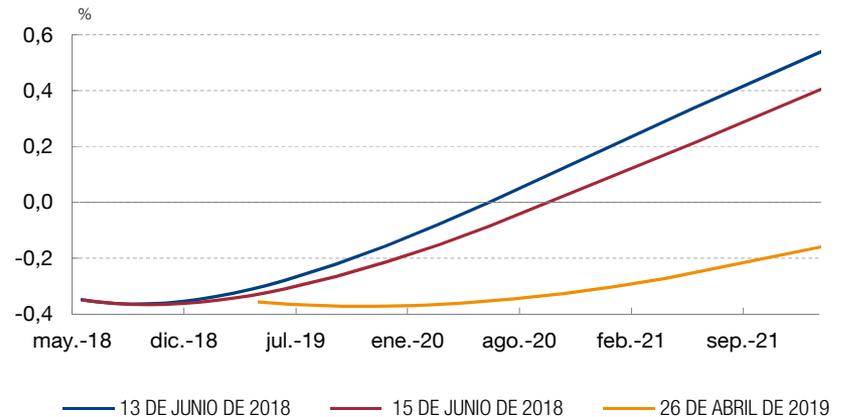
- indicaciones acerca de la senda de **tipos de interés**
- **re inversiones** de la cartera de activos por un período largo tras la primera subida de tipos
- nuevas operaciones de financiación a largo plazo (**TLTROs**)

-> como resultado de todo ello, **el mercado espera tipos de interés reducidos durante un período prolongado**

ÁREA DEL EURO. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



EXPECTATIVAS DE LOS TIPOS A UN DÍA



RIESGOS A FUTURO PARA LA ACTIVIDAD MUNDIAL Y EN EL ÁREA DEL EURO

Las **perspectivas de crecimiento mundiales y europeas** siguen sujetas a importantes riesgos a la baja

Riesgos y vulnerabilidades **a escala global**:

- potencial proliferación de medidas proteccionistas
- vulnerabilidad de las economías emergentes (en especial, en el caso de China)
- elevados niveles de endeudamiento

Riesgos y vulnerabilidades **en el ámbito europeo**:

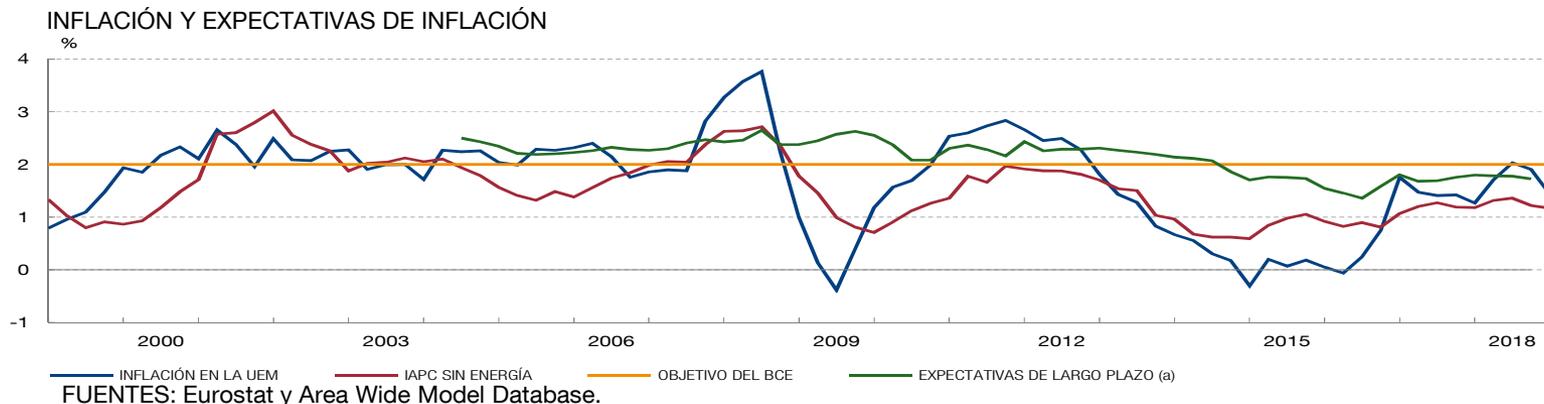
- incertidumbre sobre el *brexit*
- debilidad de algunas instituciones financieras
- perspectivas demográficas
- bajo nivel de productividad
- deuda elevada (en especial, pública) en algunos países

En Europa, el fortalecimiento de la **resistencia** ante estos riesgos y vulnerabilidades requiere políticas:

- A nivel **nacional**: medidas que aumenten el potencial de crecimiento
- A nivel **europeo**, reforzar la arquitectura institucional a través de:
 - creación de un sistema común de garantía de depósitos
 - impulso a la integración de los mercados de capitales
 - creación de un instrumento de estabilización cíclica

LA BAJA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO (Y OTRAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS)

- Las economías desarrolladas -en particular, dentro de ellas, el área del euro- se han visto inmersas en un **período prolongado de reducida inflación**
- Entre las causas:
 - **elementos transitorios:** holgura cíclica elevada tras la recesión, precios de las materias primas
 - > la persistencia de una inflación baja que en principio era transitoria puede llevar a un cierto “**desanclaje**” de las **expectativas de inflación a largo plazo**, que han flexionado a la baja desde 2013 y se mantienen por debajo del objetivo del BCE
 - **elementos estructurales:**
 - consecuencias del **envejecimiento** poblacional
 - proceso de **globalización** (mayores apertura comercial y exposición a la competencia)
 - impacto de **nuevas tecnologías** (digitalización, nuevas formas de comercio)
 - **regímenes de política monetaria** orientados hacia la estabilidad de precios -> menor incertidumbre sobre la inflación
 - en el área del euro, el impacto de las **reformas** y los **procesos de ajuste competitivo** en algunos países a raíz de la crisis



a Compensaciones de inflación a 5 años en 5 años obtenidas a partir de la estructura de los tipos de interés.

LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA CRISIS: TIPOS BAJOS Y BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES GRANDES

Las retos futuros para la política monetaria:

1. Tipos de interés en niveles históricamente reducidos (incluso negativos)

-> desafío a futuro: es probable que los tipos se sitúen persistentemente en un nivel más bajo que en el pasado (más cercano a su cota inferior efectiva –ELB-) y que, por tanto, **el margen para reducir tipos ante futuras crisis será más reducido**

-> posibles remedios sugeridos en la literatura (**elevación del objetivo de inflación / establecimiento de objetivo de nivel de precios**) no están exentos de costes y desventajas

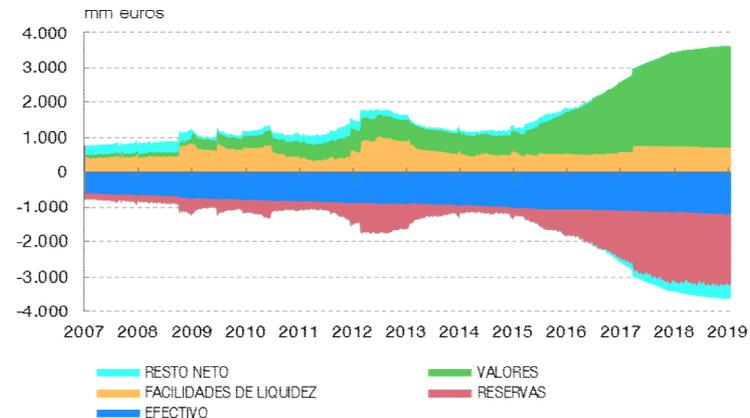
2. Tamaño de los balances históricamente elevado (por compras de activos a gran escala y operaciones de provisión de liquidez, una vez que los tipos llegaron al ELB)

-> a futuro, los bancos centrales deben decidir si mantienen ese tamaño elevado o lo reducen hasta niveles pre-crisis –o equivalentemente si permanecen en el sistema “suelo” de tipos o vuelven al sistema “pasillo”-: relevante tanto a efectos de la eficacia de la propia política monetaria, como para la estabilidad financiera

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y EL EONIA



2 BALANCE DEL EUROSISTEMA

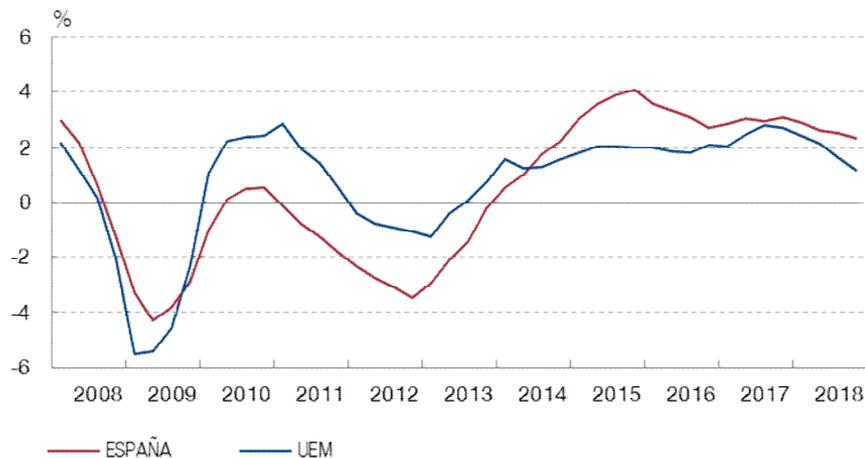


EN COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO, LA PÉRDIDA DE VIGOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA FUE MÁS MODESTA (1)

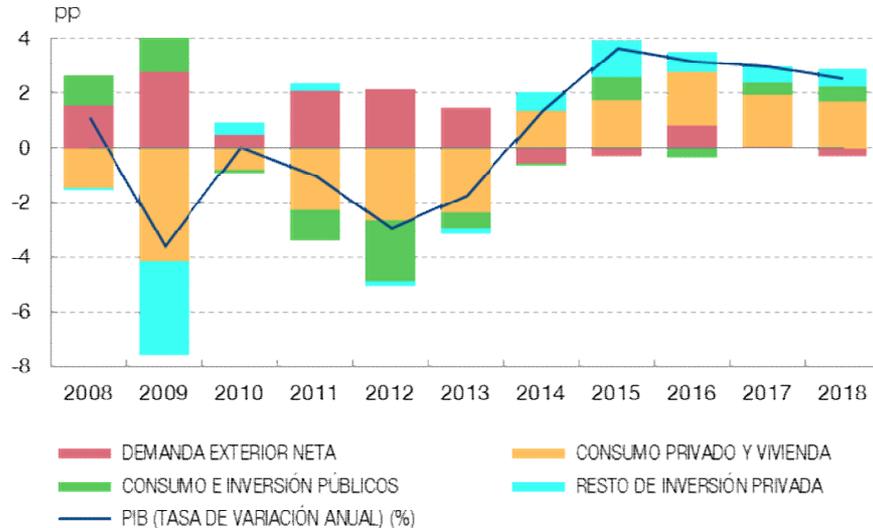
La economía española **mantuvo un dinamismo elevado**:

- Ligera desaceleración del PIB en 2018, de 4 décimas, hasta el 2,6%
- Pero el crecimiento observado:
 - fue mayor en 2 décimas al previsto por el BdE un año antes
 - y superó, por quinto año consecutivo, al del área del euro
- En todo caso, la **composición** fue muy distinta de la esperada:
 - Las **exportaciones** experimentaron, como en el AE, una notable desaceleración
 - La fortaleza de la **demanda interna** compensó con creces esa evolución

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



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



EN COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO, LA PÉRDIDA DE VIGOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA FUE MÁS MODESTA (2)

Factores que ayudan a explicar, al menos parcialmente, el mejor comportamiento relativo

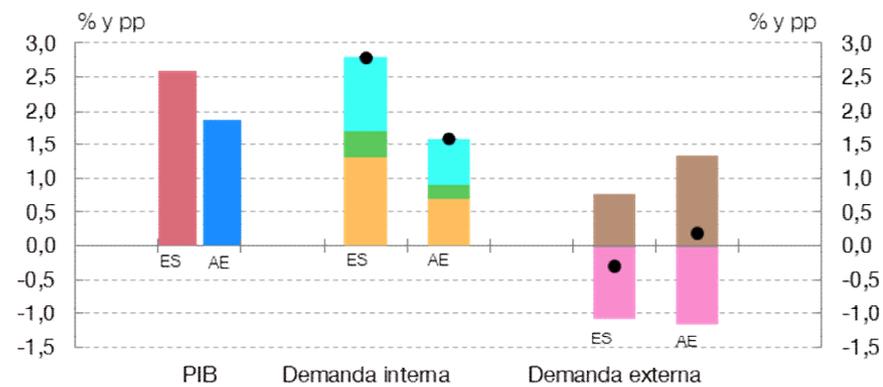
✗ Factores **comunes**: el empeoramiento de los mercados exteriores podría incluso haber restado algo más de PIB en España que en los 3 mayores países del área del euro

✓ Factores **idiosincrásicos**:

- perturbaciones negativas en algunas economías del área del euro
- el papel de la **política fiscal**: mayor consumo público de lo previsto y transferencias netas a hogares superiores a lo anticipado
- la **fortaleza del consumo**, tanto con cargo a rentas presentes (**descenso de la tasa de ahorro**) como **futuras (expansión del crédito)**

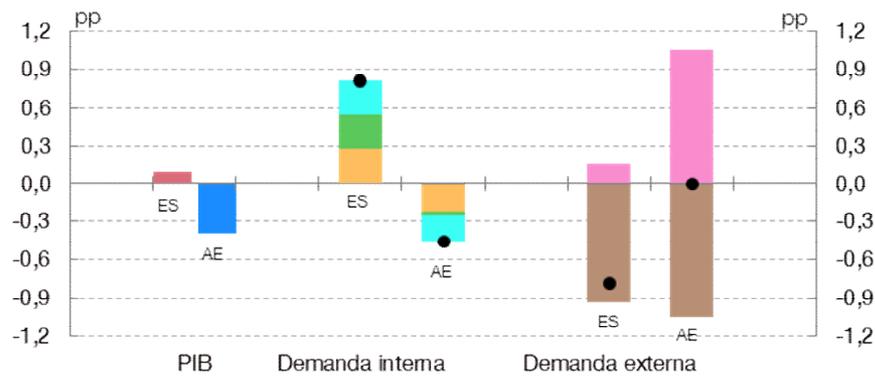
ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE): PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA EN 2018

Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones



ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE): DIFERENCIAS ENTRE EL PIB Y LOS COMPONENTES DE DEMANDA OBSERVADOS Y SUS PROYECCIONES DE DICIEMBRE DE 2017

Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones



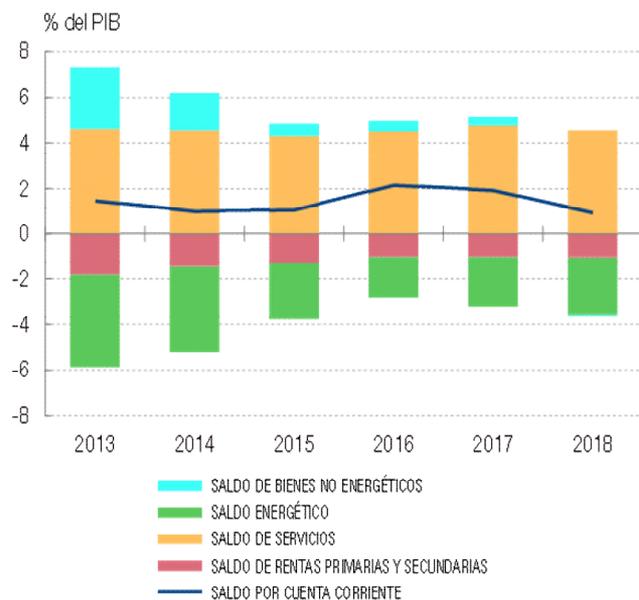
CONSUMO PRIVADO CONSUMO PÚBLICO FBCF IMPORTACIONES EXPORTACIONES

LOS SOPORTES SOBRE LOS QUE SE ASIENTA LA RECUPERACIÓN LA HAN DOTADO DE BASES SÓLIDAS (1)

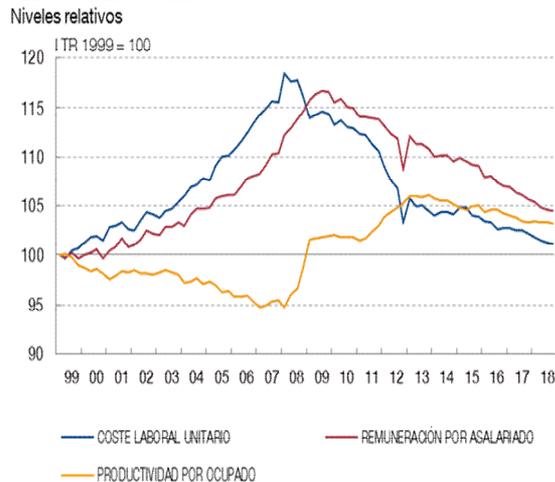
Un conjunto de factores sentó las bases para la **corrección de los desequilibrios** generados durante la fase expansiva:

- **Mejora competitiva**, que ha favorecido la generación recurrente de superávits externos
- Intenso **saneamiento patrimonial de empresas y familias**
- Recuperación notable de la **calidad de los activos bancarios**

EVOLUCIÓN DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE

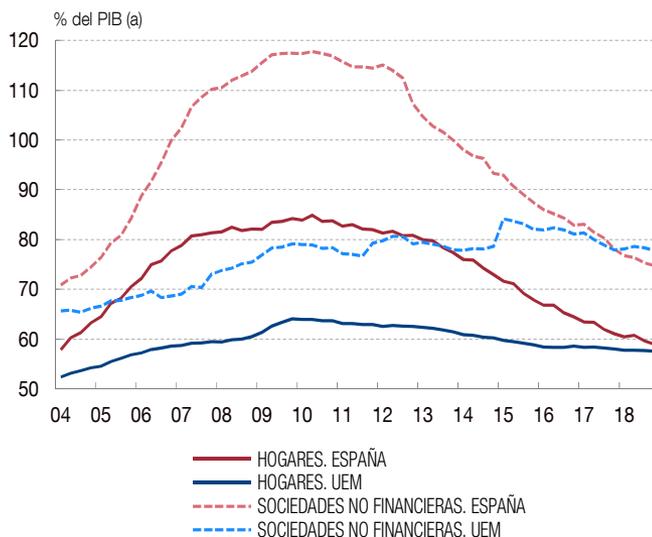


COSTES LABORALES UNITARIOS DE LA ECONOMÍA TOTAL RELATIVOS. ESPAÑA/UEM



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

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO

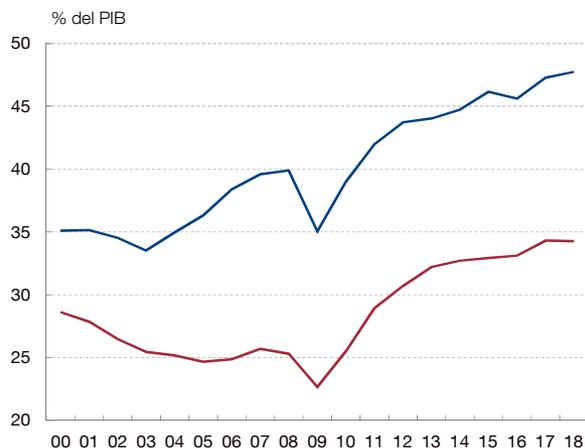


LOS SOPORTES SOBRE LOS QUE SE ASIENTA LA RECUPERACIÓN LA HAN DOTADO DE BASES SÓLIDAS (2)

Como resultado:

- **Un crecimiento más equilibrado:** aumento del peso de las exportaciones y de la inversión en equipo, reducción de la participación del sector de la construcción
- **Intenso proceso de generación de empleo**

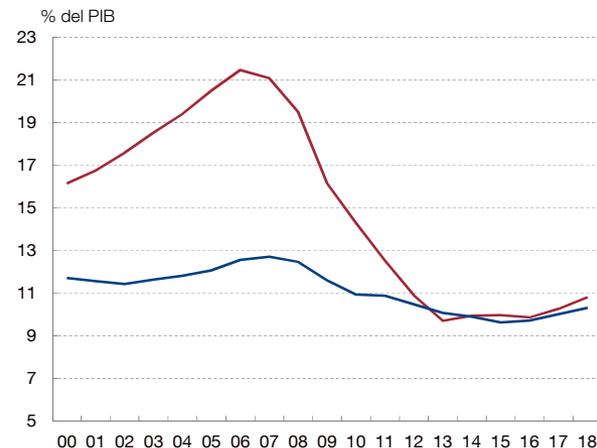
EXPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN BIENES DE EQUIPO



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN CONSTRUCCIÓN



— ESPAÑA

— UEM

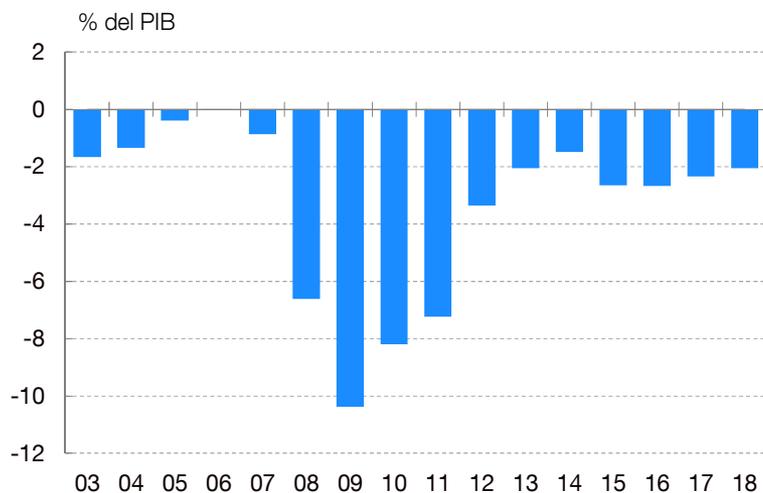
PERO LA ECONOMÍA SE ENCUENTRA SUJETA A RETOS Y VULNERABILIDADES IMPORTANTES

- Reforzar la sostenibilidad de la recuperación requiere:
 - preservar los soportes estructurales de la recuperación
 - afrontar los retos pendientes...
 - Los elevados niveles de deuda pública y exterior constituyen una fuente de vulnerabilidad
 - No se ha recuperado el nivel de empleo previo a la crisis y el desempleo de larga duración es muy elevado (particularmente, para algunos grupos poblacionales).
 - El crecimiento de la productividad es bajo frente a otros países del entorno (y el aumento de la renta per cápita se ha basado en la mayor ocupación, pero el crecimiento de la productividad ha sido reducido)
 - El nivel de desigualdad (a su vez, ligado en parte al desempleo y la temporalidad) sigue siendo elevado en comparativa internacional
 - El envejecimiento poblacional tendrá consecuencias enormes en diversos ámbitos
 - El sector bancario debe continuar reforzando su situación financiera para confrontar de manera más adecuada un entorno crecientemente complejo y exigente
 - ... y hacerlo con urgencia:
 - Los costes de las reformas estructurales son menores en un contexto expansivo como el actual
 - Resolver esos problemas aumenta la resistencia de la economía frente a una eventual desaceleración (y, en particular, frente a hipotéticas perturbaciones exteriores)

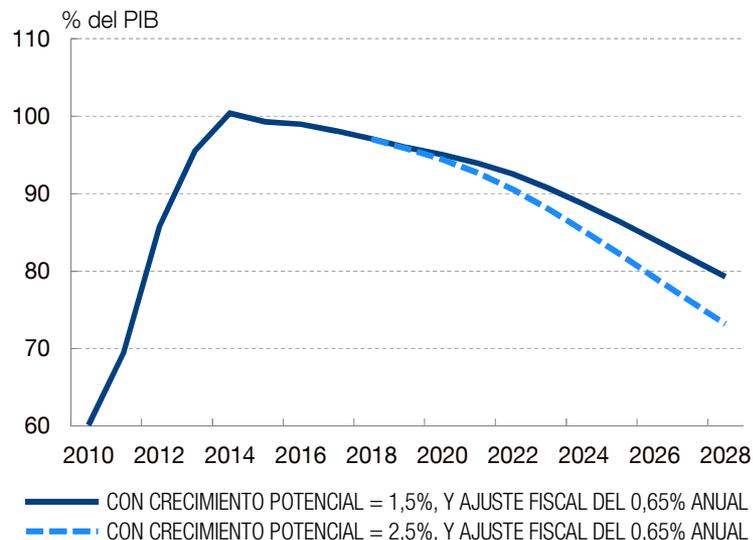
LOS RETOS PENDIENTES: LA MEJORA DE LAS CUENTAS PÚBLICAS

- La corrección del déficit público en los últimos años se ha debido, sobre todo, al ciclo económico y a la reducción de la carga por intereses -> apenas se han corregido el déficit estructural o la ratio de deuda sobre PIB
- Por ello, es necesario establecer sin demora un programa de medio plazo de corrección de los desequilibrios fiscales para crear margen de maniobra para una eventual desaceleración de la actividad o un tensionamiento de las condiciones financieras
- Ese programa debería ser compatible con una revisión en profundidad de ingresos y gastos para reorientarlos en mayor medida al crecimiento económico

SALDO ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



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



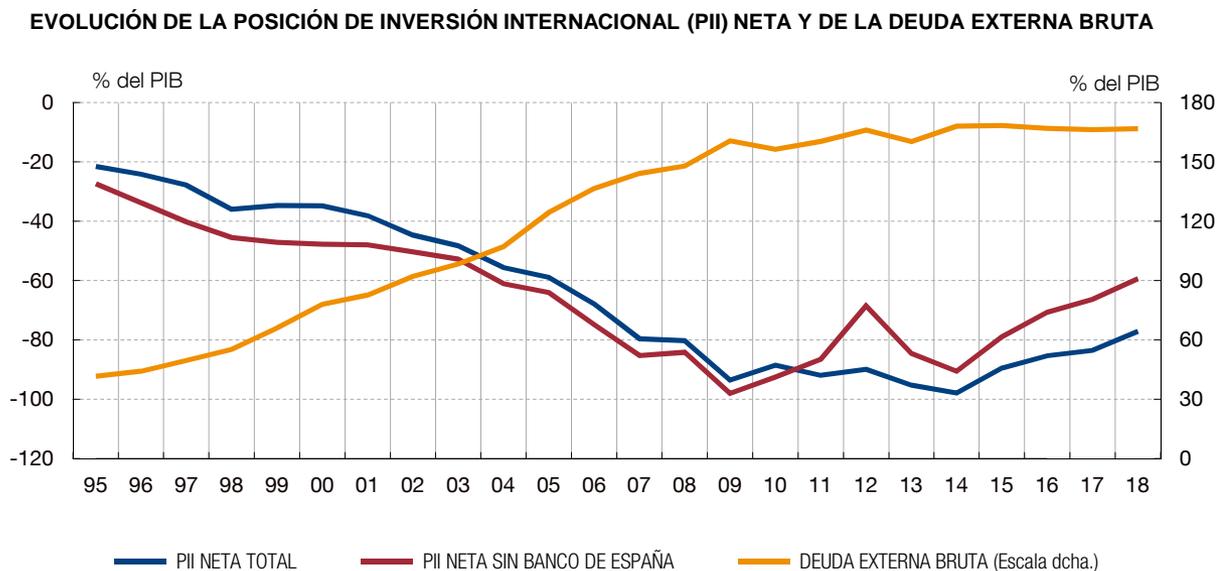
FUENTES: AIReF, Eurostat, Naciones Unidas, Instituto Nacional de Estadística, Seguridad Social y Banco de España.

El gráfico sobre las simulaciones de deuda se ha elaborado usando el modelo descrito en P. Hernández de Cos, D. López Rodríguez y J. J. Pérez (2018).

(a) Escenario de esfuerzo fiscal anual (variación del saldo estructural) máximo de 0,65 pp por año, hasta la consecución del objetivo de medio plazo (saldo estructural = 0).

LOS RETOS PENDIENTES: LA REDUCCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO EXTERIOR

- La **corrección del elevado endeudamiento de la nación** (tanto en términos netos como brutos) requiere el **mantenimiento de superávits exteriores** de forma sostenida en el tiempo
- Ello requiere **ganancias de competitividad adicionales**:
 - > las obtenidas desde la crisis se basaron en la **moderación de los costes laborales y financieros**
 - > pero a futuro deberán descansar más sobre **aumentos de productividad**



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

LOS RETOS PENDIENTES: LA REDUCCIÓN DE LA TASA DE PARO

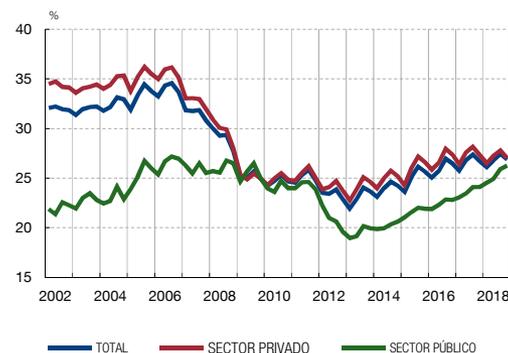
El mercado de trabajo conserva **rasgos disfuncionales** (ya observados en la anterior expansión):

- El **desempleo sigue siendo muy elevado**, sobre todo para ciertos colectivos (jóvenes, mayores, poco cualificados), en los que se concentra el **paro de larga duración**
 - > necesidad de **mejorar la empleabilidad** de estos grupos mediante actividades formativas para mitigar el **desajuste** entre las capacidades de los desempleados y la demanda de empleo
 - > 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.
- **Excesiva contratación temporal y parcialidad involuntaria y homogeneidad de los crecimientos salariales**, a pesar de la heterogeneidad en las condiciones específicas de empresas y sectores
 - > necesidad de medidas que **augmenten el atractivo de la contratación indefinida**, a la vez conservando flexibilidad para ajustar costes laborales ante perturbaciones negativas

TASA DE PARO Y TASA DE PARO DE LARGA DURACIÓN



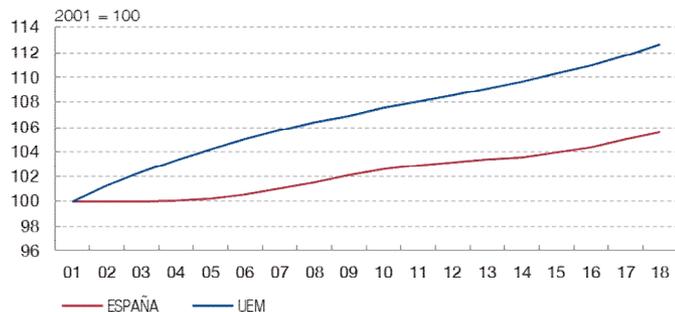
RATIO DE TEMPORALIDAD



LOS RETOS PENDIENTES: LAS MEJORAS EN LA PRODUCTIVIDAD

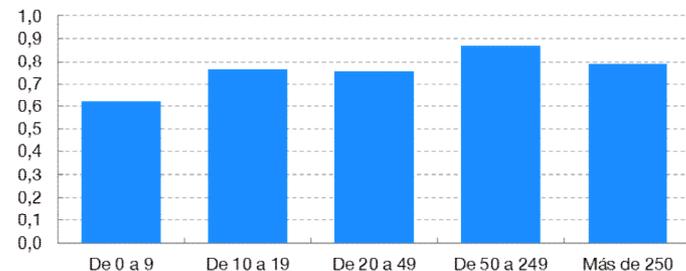
- **Bajo crecimiento de la productividad**, dado que la composición del crecimiento del empleo por sectores está siendo similar a la de otros ciclos expansivos (construcción y ciertas ramas de servicios, como hostelería)
- **En la recuperación**, las mejoras genuinas de productividad han sido **mayores** que en la fase expansiva anterior, pero aún así **modestas** -> La PTF ha crecido un 0,4% anual en promedio entre 2013-2018 (0,6 % en el AE)
- Estas mejoras de productividad se han debido a la **reasignación de factores a empresas más productivas**
- Pero la **productividad media de las empresas no ha mostrado avances significativos en relación al AE** (independientemente del tamaño). Entre las **causas**:
 - Déficit de **capital humano**: ha tendido a corregirse algo, por mejora del nivel educativo medio de la población
 - Déficit de **capital tecnológico**: por el contrario se amplía (lo que está relacionado con la baja inversión en I+D)
- La **excesiva temporalidad** tiene efectos negativos sobre los incentivos a la inversión en capital humano y tecnológico -> es una de las causas últimas de la menor productividad
- Además, es preciso revisar la regulación que **limita la competencia** y **frena el crecimiento empresarial**
- Y establecer **un sistema de evaluación periódica y sistemática de las políticas públicas**

PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



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

PRODUCTIVIDAD RELATIVA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS



FUENTE: Eurostat.

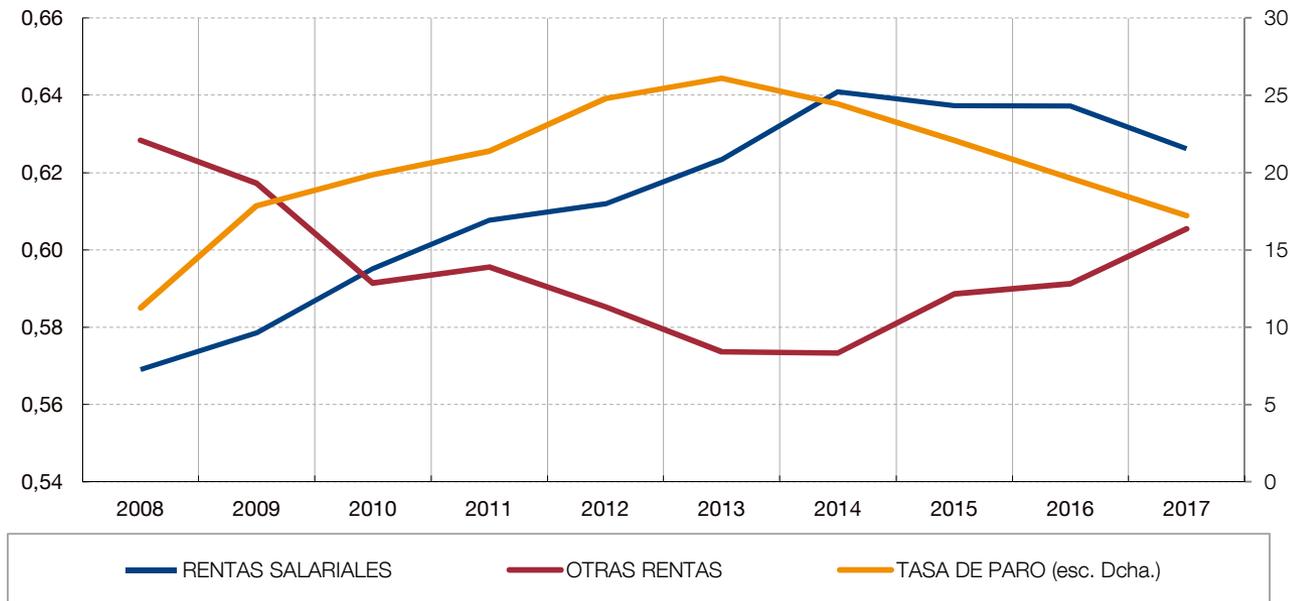
LOS RETOS PENDIENTES: LA REDUCCIÓN DE LA DESIGUALDAD

En la recuperación se han reducido los índices de desigualdad de las rentas salariales -por el aumento de las horas trabajadas-, pero la desigualdad en renta per cápita sigue siendo elevada -por el menor crecimiento de las rentas no salariales para el colectivo de menores ingresos-

-> la extensión de los beneficios de la recuperación pasa por

- aumentos adicionales de la ocupación
- una mejora de la calidad del empleo y de la productividad
- incremento de la competencia

ÍNDICE GINI DE LA RENTA SALARIAL TOTAL DEL HOGAR Y DE OTRAS RENTAS DEL HOGAR Y TASA DE PARO ANUAL (pp)



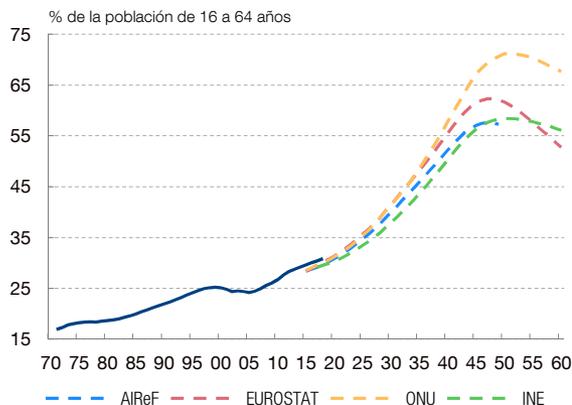
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Población Activa y Encuesta de Condiciones de Vida).

LOS RETOS PENDIENTES: LAS CONSECUENCIAS DEL ENVEJECIMIENTO POBLACIONAL

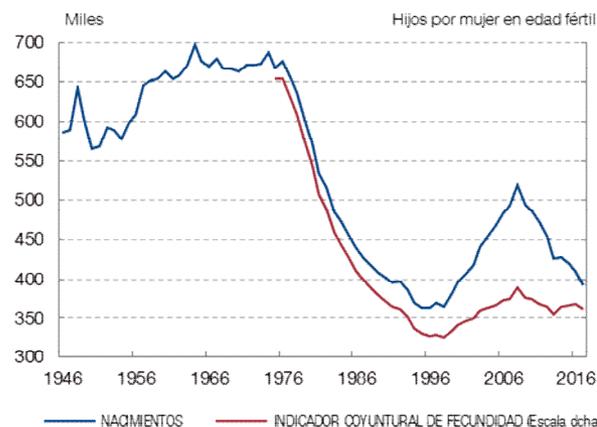
- El notable envejecimiento de la población proyectado en las próximas décadas tendrá consecuencias importantes:
 - sobre la oferta y la demanda agregadas de la economía: afectarán al consumo, a la inversión, al empleo, a la productividad y a la formación de salarios y precios
 - pondrán a prueba la capacidad de las políticas de demanda de estabilizar la actividad
- Requiere una estrategia multidisciplinar:
 - incentivar la participación de trabajadores de más edad
 - adaptar políticas migratorias a las necesidades del mercado laboral
 - fomentar la natalidad
- El reto es de primera magnitud para el sistema de pensiones -> tras las últimas modificaciones legislativas aprobadas, garantizar la sostenibilidad intertemporal del sistema requerirá medidas adicionales, que deberían tener en cuenta la equidad entre las distintas generaciones

-> En todo caso, son medidas de tanto calado que requieren la construcción de **amplios consensos**

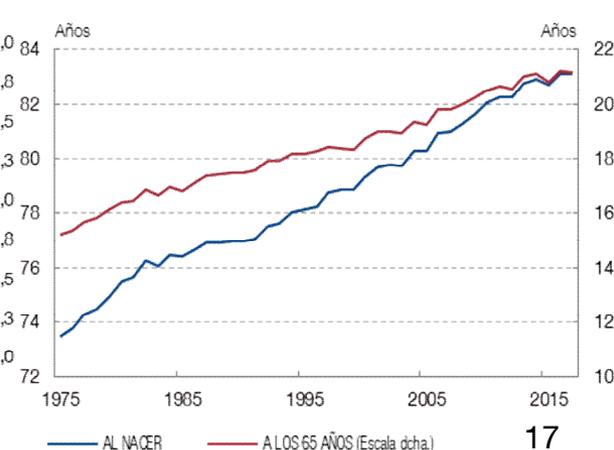
1 TASA DE DEPENDENCIA



1 EVOLUCIÓN DE LA FECUNDIDAD EN ESPAÑA



1 EVOLUCIÓN DE LA ESPERANZA DE VIDA EN ESPAÑA



LOS RETOS PENDIENTES: LOS DESAFÍOS DEL SECTOR BANCARIO

- Durante la recuperación, se ha reforzado la situación financiera del sector:
 - Mejora de la solvencia
 - Reducción de la morosidad
 - Cierta recuperación de la rentabilidad
- Sin embargo, los retos siguen siendo numerosos:
 - la rentabilidad sigue siendo inferior al coste del capital -> aumentos adicionales requieren reducciones adicionales de activos problemáticos y de los gastos de explotación
 - reforzamiento de los niveles de capital de máxima calidad (aún inferiores a la media europea)
 - adaptación a la nueva estructura sectorial y al nuevo entorno tecnológico
 - mejora de reputación
- La creación del 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

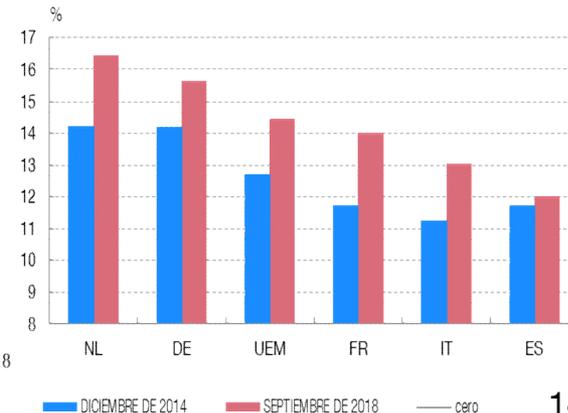
RATIO DE CRÉDITO DUDOSO DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Datos individuales. Negocios en España



ROE
Datos consolidados



RATIO CET1



GRACIAS POR SU ATENCIÓN

