

1 Introducción

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

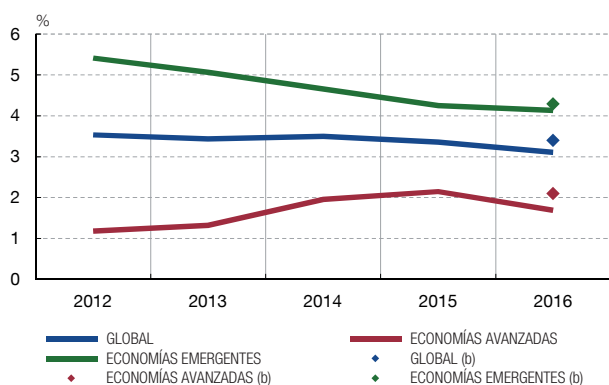
La preservación de una senda de recuperación sólida de la economía española a más largo plazo requiere hacer frente a varios retos de envergadura, como el desempleo de larga duración, el envejecimiento de la población, el elevado volumen de deuda pública y el reducido ritmo de crecimiento de la productividad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

2 Evolución económica en 2016

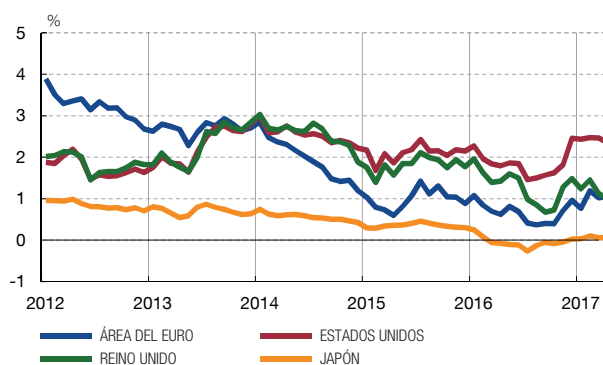
2.1 UN NUEVO ENTORNO MUNDIAL

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

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)



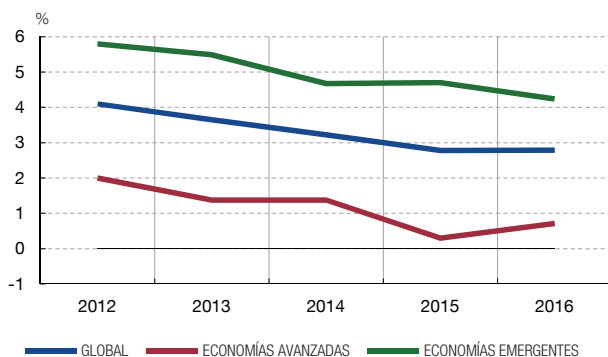
2 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS (c)



3 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



4 PRECIOS DE CONSUMO (d)



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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

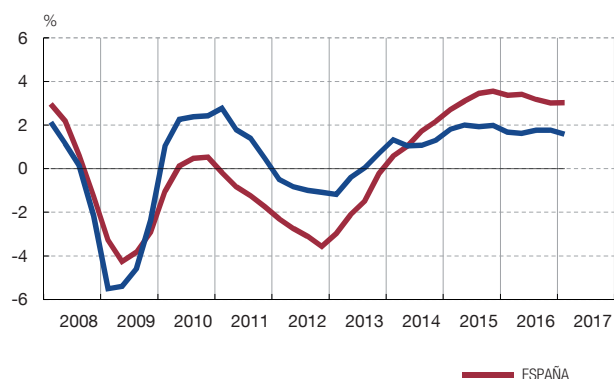
Las previsiones apuntan al mantenimiento a medio plazo de tasas moderadas de expansión de la actividad y a una convergencia lenta de la inflación hacia el objetivo de estabilidad de precios de medio plazo de la política monetaria. La recuperación en el área del euro sigue siendo aún muy dependiente del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

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

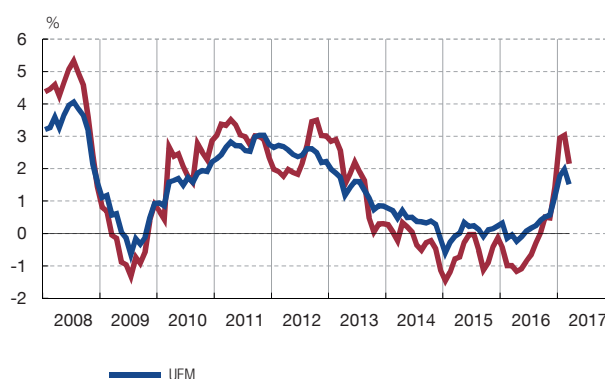
3 En concreto, para beneficiarse de los tipos de interés más reducidos, las entidades deben aumentar su cartera de préstamos elegibles (esto es, los otorgados al sector privado no financiero, excluidos los concedidos a las familias para la compra de vivienda) entre el 31 de enero de 2016 y el 31 de enero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

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

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)



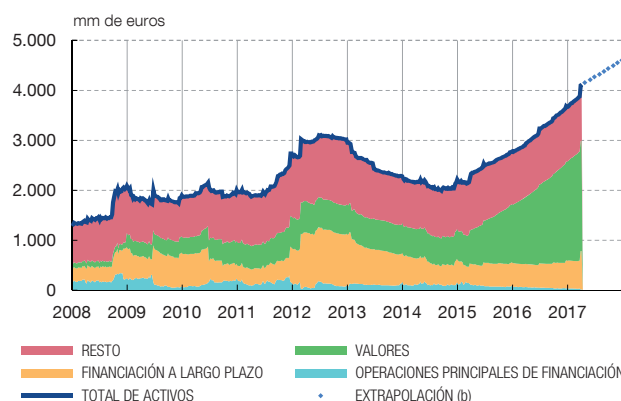
2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



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



4 BALANCE DEL EUROSISTEMA



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

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

Descargar

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

2.3 LA CONSOLIDACIÓN DE LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

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

2.3.1 Los factores explicativos de la actual fase expansiva

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

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

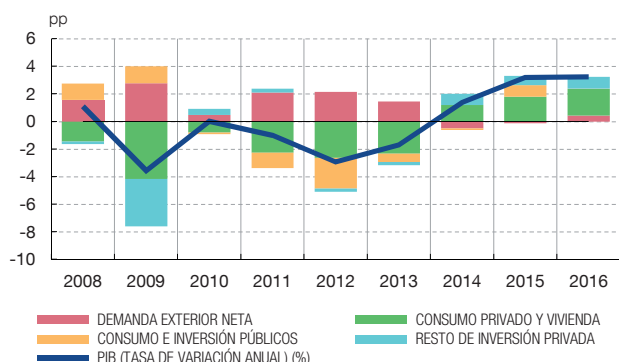
Las mejoras de competitividad de precios y costes han ayudado simultáneamente a impulsar el crecimiento del producto y a alcanzar un superávit exterior. Desde el

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

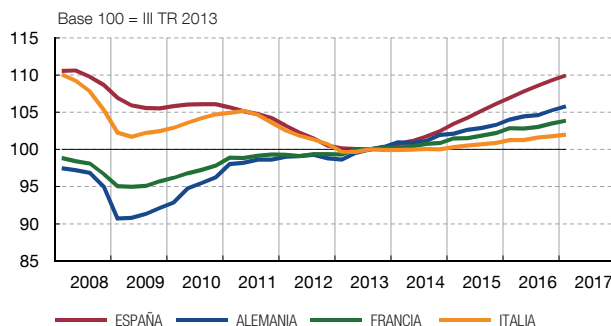
6 Véase el «*Informe trimestral de la economía española*», *Boletín Económico*, diciembre 2015, Banco de España.

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

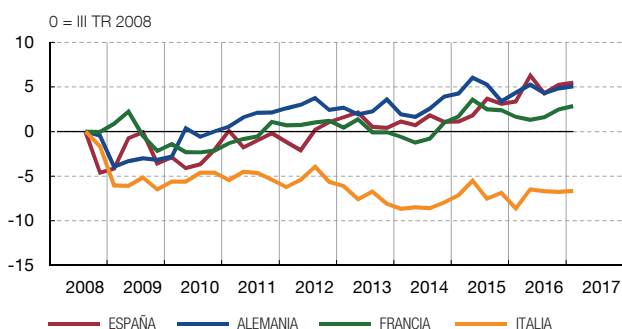
1 PIB, COMPONENTES DE LA DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR
Tasas de variación anual y aportaciones al crecimiento



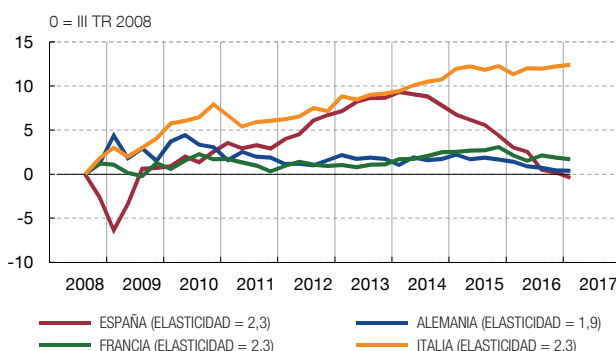
2 EVOLUCIÓN DEL PIB
Niveles en términos reales



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



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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

[Descargar](#)

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

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

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

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

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

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

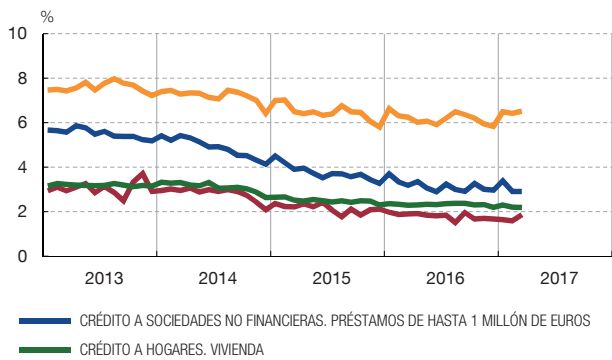
9 Véanse S. Mayordomo (2016), «El programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema y su efecto sobre la financiación ajena de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

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

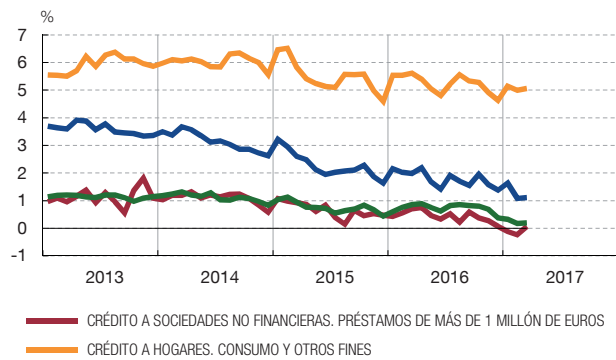
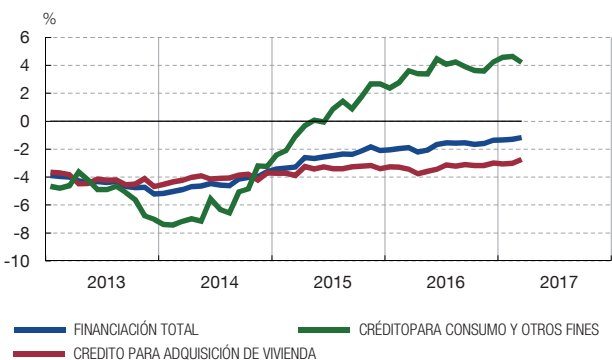
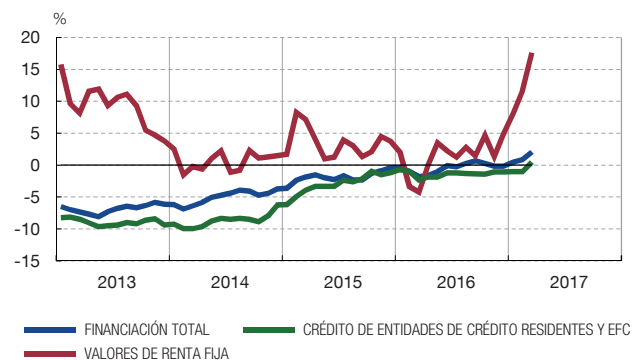
11 Para mayor detalle sobre el proceso reciente de desintermediación de la financiación de las empresas no financieras españolas, véase el capítulo 2.

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

1 TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO BANCARIO. ESPAÑA



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

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

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

 Descargar

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

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

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

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

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

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

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

b Índices de volumen. Tasas de variación anual.

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

d Tasa de ocupación (16-64 años).

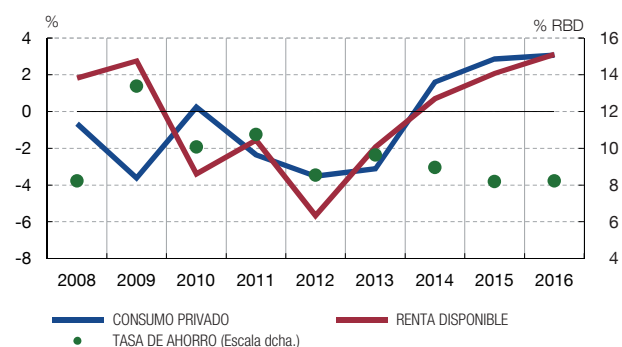
e Niveles en porcentajes del PIB.

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

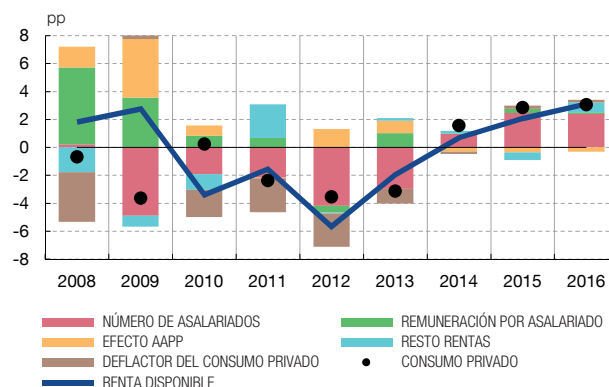
g Base 100 = I TR 1999.

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

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



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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



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

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

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

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

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

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

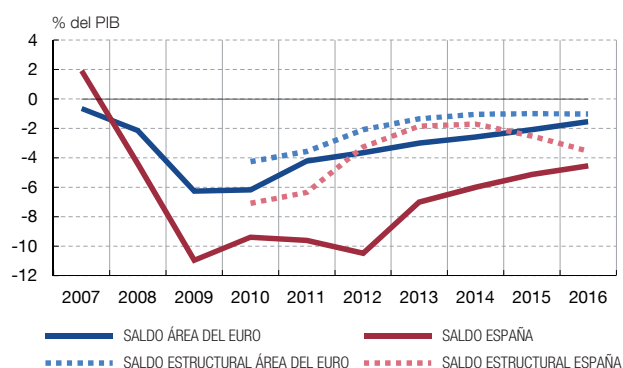
La política fiscal mantuvo, como en el ejercicio 2015, un tono expansivo, si bien el crecimiento económico permitió que la ratio de deuda sobre el PIB descendiera ligeramente. El consumo público creció un 0,8 % en términos reales en 2016, 1,2 pp menos que un año antes. A diferencia de los sectores privados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

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

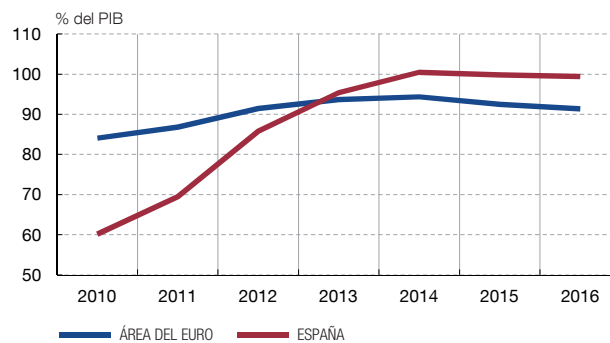
¹⁶ Véase el recuadro 2.2 en el capítulo 2 de este Informe Anual.

¹⁷ Véase el capítulo 2 de este Informe.

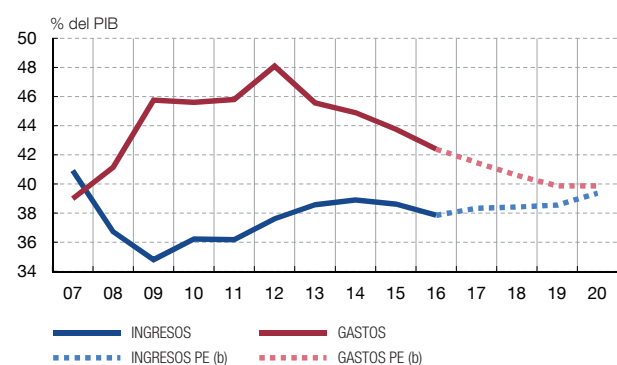
1 SALDO OBSERVADO Y SALDO ESTRUCTURAL (a)



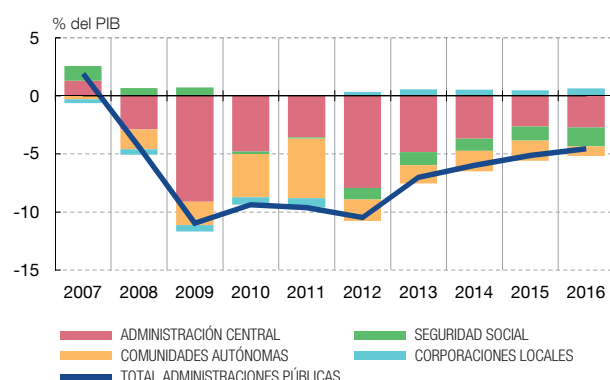
2 DEUDA PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)



3 INGRESOS Y GASTOS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



4 SALDO ADMINISTRACIONES PÚBLICAS POR SUBSECTORES



FUENTES: AMECO y Banco de España.

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



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

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

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

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

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

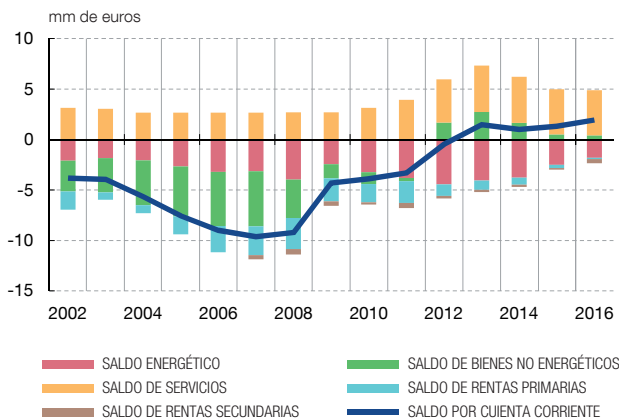
En 2016, la capacidad de financiación del conjunto de la economía siguió siendo elevada, lo que se explica parcialmente por factores de naturaleza previsiblemente transitoria. El pasado ejercicio, la capacidad de financiación de la economía se situó en el 2 % del PIB, nivel coincidente con el del año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

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

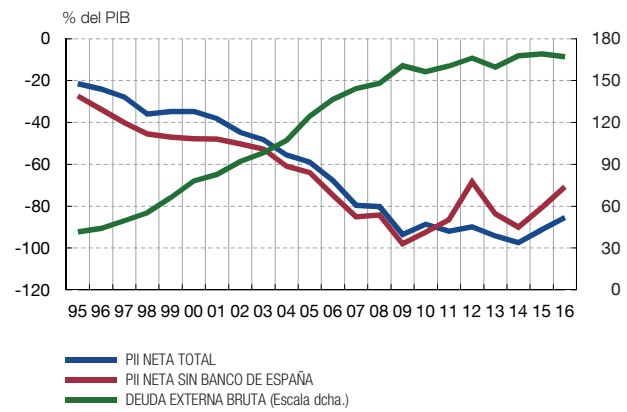
20 Véanse el capítulo 2 del *Informe Anual, 2015*, Banco de España, y E. Prades y C. Villegas-Sánchez (2017), «Input trade and importers in Spain», Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

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

1 EVOLUCIÓN DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE



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



FUENTE: Banco de España.

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

 Descargar

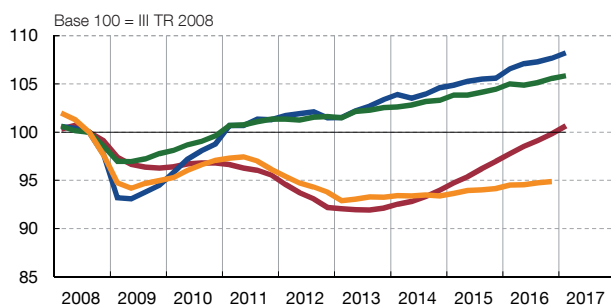
De hecho, el mantenimiento de la senda de precios del petróleo en los mercados de futuros considerada en las proyecciones del Banco de España del pasado mes de marzo daría lugar a un aumento de la factura energética de unas cuatro décimas del PIB en el presente ejercicio²². Además, entre los componentes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

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

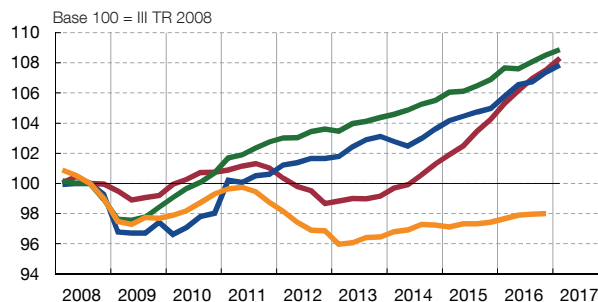
La fuerte creación de empleo registrada en los últimos años ha permitido recuperar una parte considerable de las pérdidas acumuladas desde 2008, aunque la ocupación todavía es muy inferior a la previa a la crisis. Entre finales de 2013 y finales de 2016 se han acumulado casi 1,4 millones de nuevos empleos,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

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

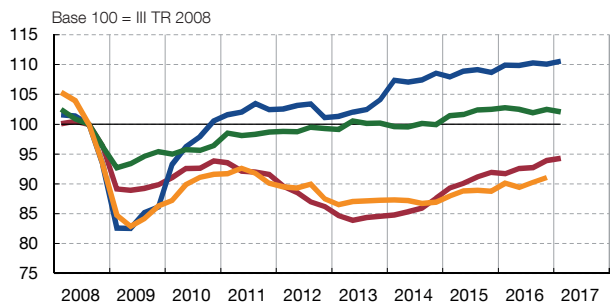
1 VALOR AÑADIDO. TOTAL ECONOMÍA



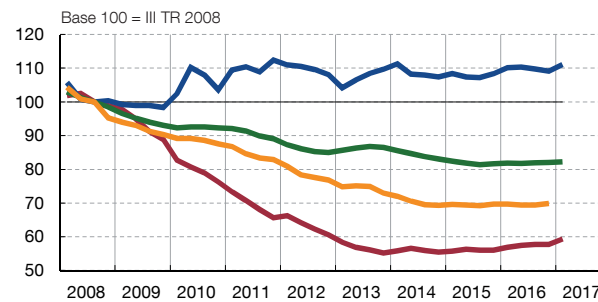
2 VALOR AÑADIDO. SERVICIOS



3 VALOR AÑADIDO. INDUSTRIA



4 VALOR AÑADIDO. CONSTRUCCIÓN



— ESPAÑA — ALEMANIA — FRANCIA — ITALIA

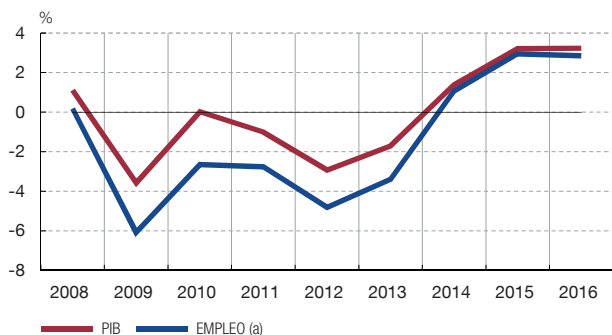
FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

[Descargar](#)

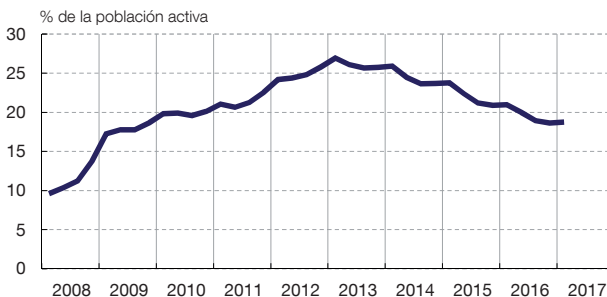
Las ramas de servicios han mostrado un mayor dinamismo en términos de creación de empleo. La creación de nuevos puestos de trabajo en la fase de recuperación se ha concentrado especialmente en las actividades de servicios, tanto de mercado (principalmente, en hostelería, comercio y, en menor medida,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

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

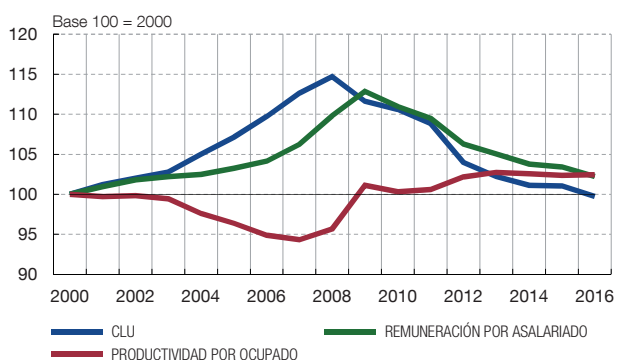
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y EMPLEO
Tasas de variación anual



2 TASA DE PARO



3 COSTES LABORALES UNITARIOS EN ESPAÑA RELATIVOS AL ÁREA DEL EURO



4 SALARIOS REALES (b)
Tasas de variación anual



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

a Puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.

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



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

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

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

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

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

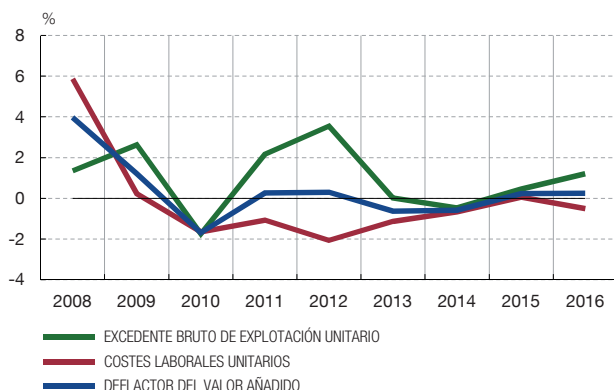
La tasa de inflación repuntó desde los meses de verano, impulsada por el alza del componente energético, pero la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable en niveles reducidos. En 2016, la tasa de inflación, medida a través del IPC, registró, por tercer año consecutivo, una tasa de variación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

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

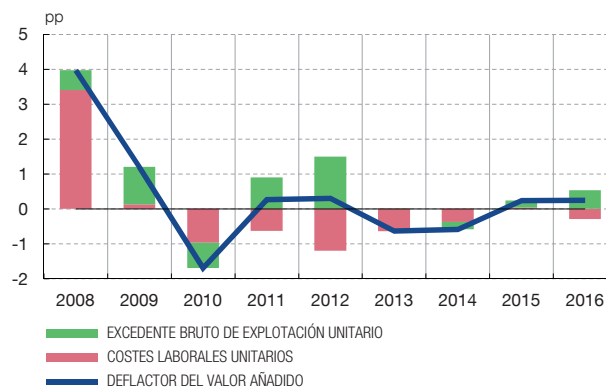
24 Se define la deriva salarial como el residuo entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y la suma del incremento salarial acordado en la negociación colectiva más el aumento de los costes laborales asociado a aumentos en las cotizaciones a la Seguridad Social.

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

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



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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



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

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

3 La prolongación de la recuperación: riesgos y vulnerabilidades

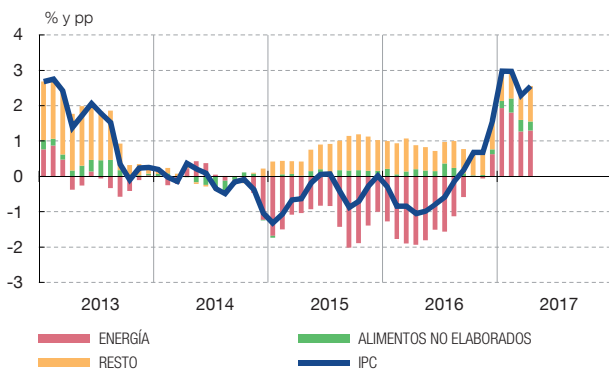
En un contexto internacional más complejo, la economía española debe compatibilizar un crecimiento sostenido con la reducción del déficit y de la deuda pública y la corrección del desequilibrio exterior. La economía española ha completado un período expansivo de casi cuatro años. Las proyecciones más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

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

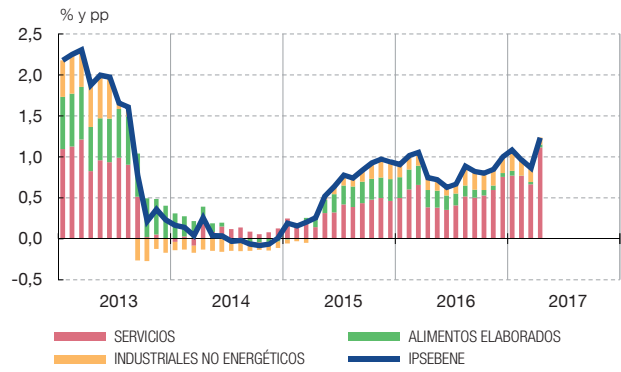
27 Véase L. J. Álvarez, A. Gómez Loscos y A. Urtasun (2015), «Asimetrías en la relación entre la inflación y la actividad», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

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

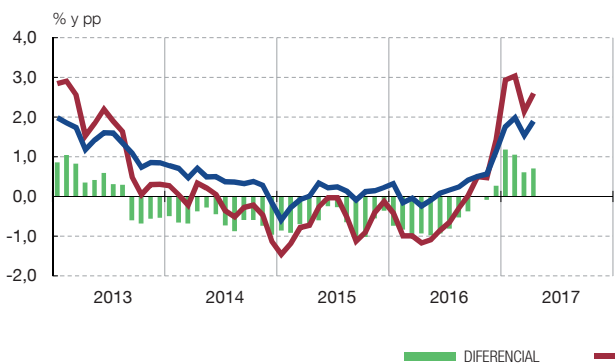
1 IPC. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



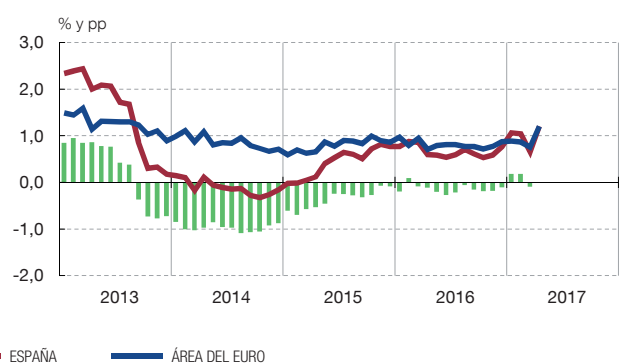
2 IPSEBENE. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



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



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



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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

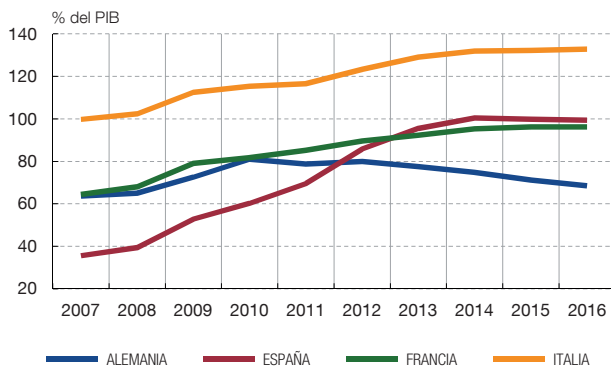
Por su parte, tras varios años de intenso ajuste, el proceso de desendeudamiento en el que se encuentran inmersos los hogares y las sociedades se encuentra muy avanzado. Las ratios de la deuda sobre el PIB de las familias y de las empresas españolas se han reducido significativamente desde mediados de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

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

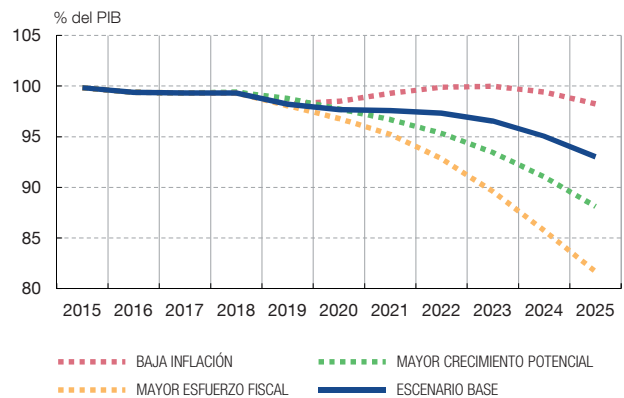
31 Así, un descenso en el valor de los activos de un 10 % implica una caída equivalente en el patrimonio neto si el inversor no tiene deudas. Pero si el endeudamiento fuera del 50 % del valor de los activos, la caída de la riqueza neta sería del 20 %, y si el apalancamiento alcanzara el 80 %, ascendería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

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

1 DEUDA PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)



2 ESCENARIOS DE DEUDA PÚBLICA: ESPAÑA (a)



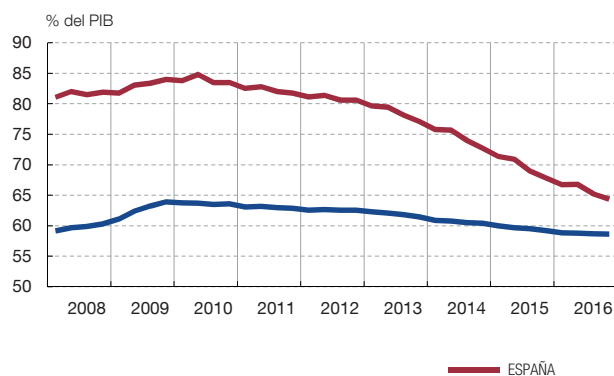
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

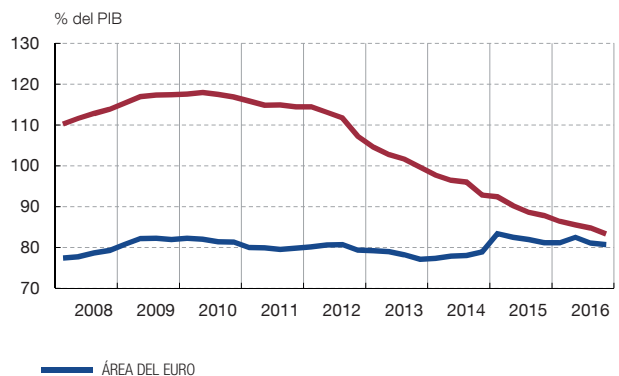
Descargar

ESPAÑA: POSICIÓN PATRIMONIAL DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS

1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. HOGARES



2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS



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

Descargar

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

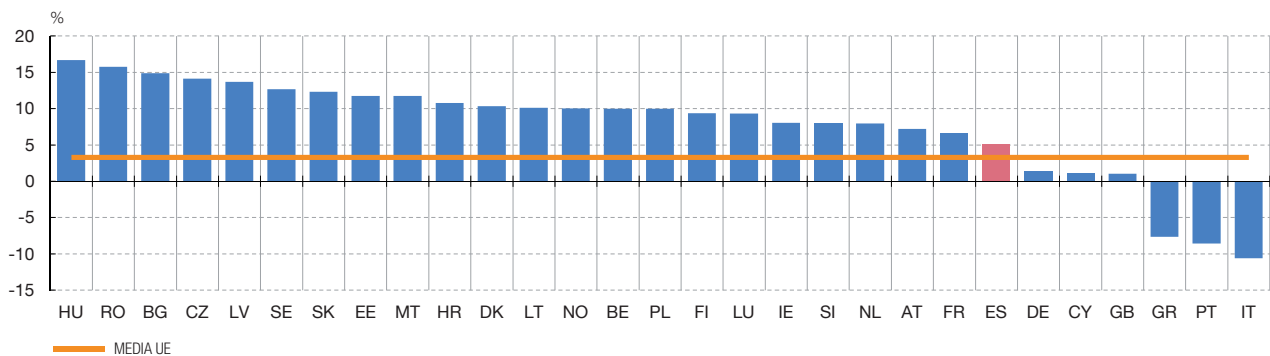
3.3 LA BAJA RENTABILIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

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

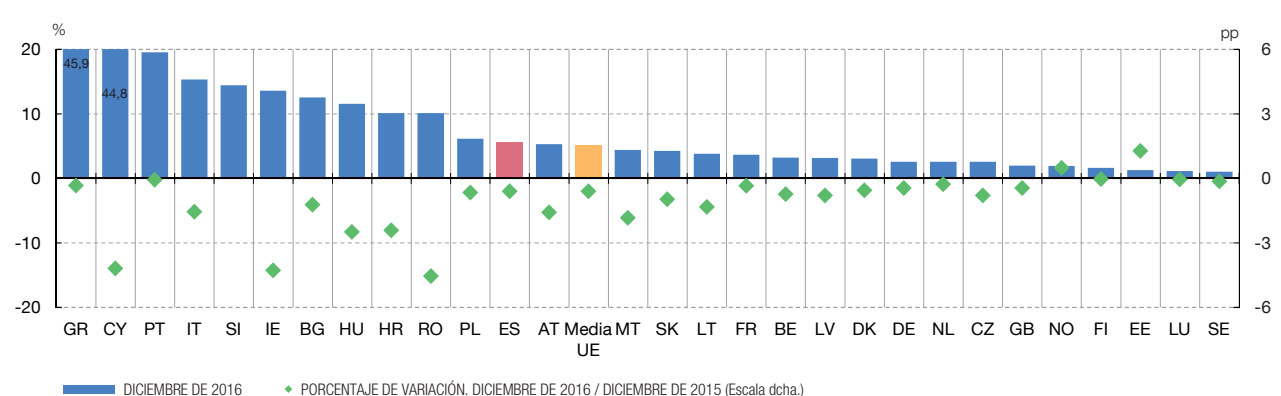
38 Para mayor detalle, véase el *Informe de Estabilidad Financiera*, mayo de 2017, Banco de España.

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

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



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



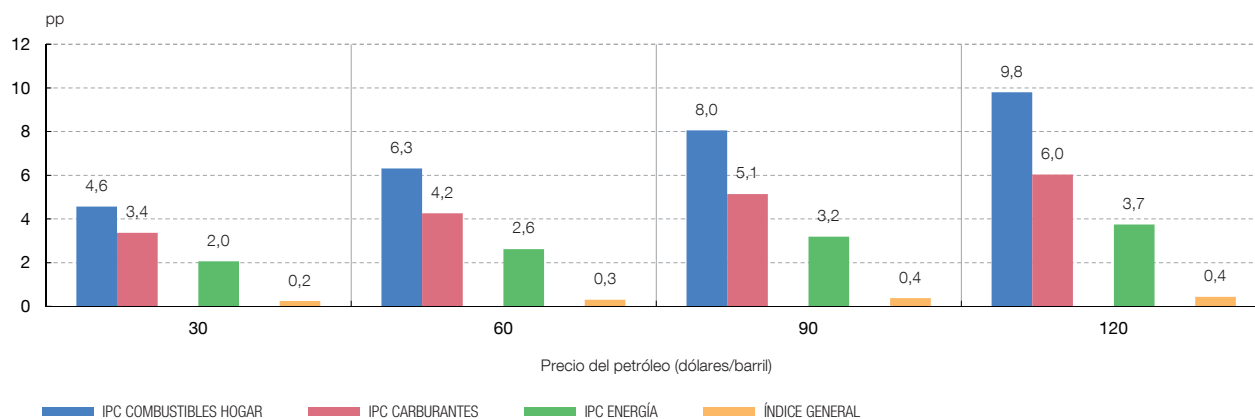
FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

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



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

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

[Descargar](#)

3.4 COMPETITIVIDAD, PRECIOS ENERGÉTICOS E INFLACIÓN

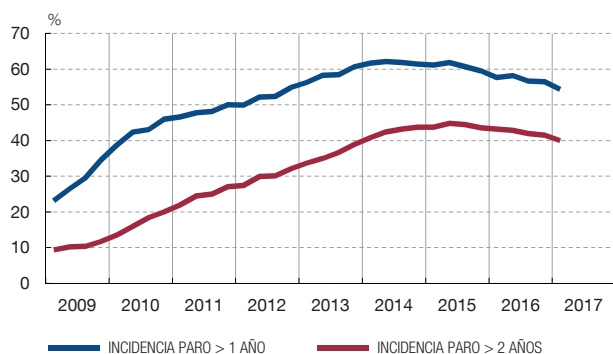
El reciente encarecimiento del petróleo genera efectos adversos más intensos en la economía española que en el conjunto de la UEM. Los ajustes de costes y precios relativos desde el inicio de la crisis han sido determinantes para la corrección, primero, del desequilibrio exterior y, posteriormente, para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

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

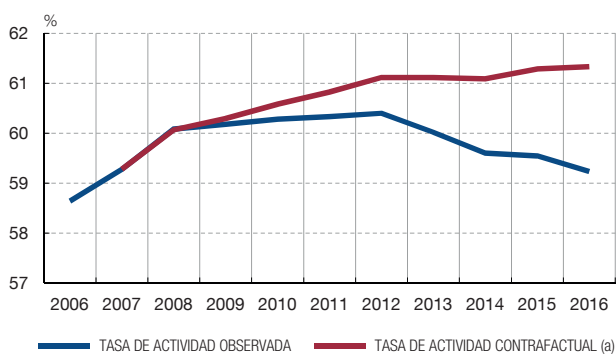
A más largo plazo, sigue siendo necesario reducir la dependencia de los consumos energéticos importados. Para aminorar la incidencia de las perturbaciones en las condiciones de los mercados internacionales del petróleo es preciso reducir la dependencia de los consumos energéticos importados. En este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

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

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



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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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



4 Retos para el crecimiento sostenido de la economía española

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

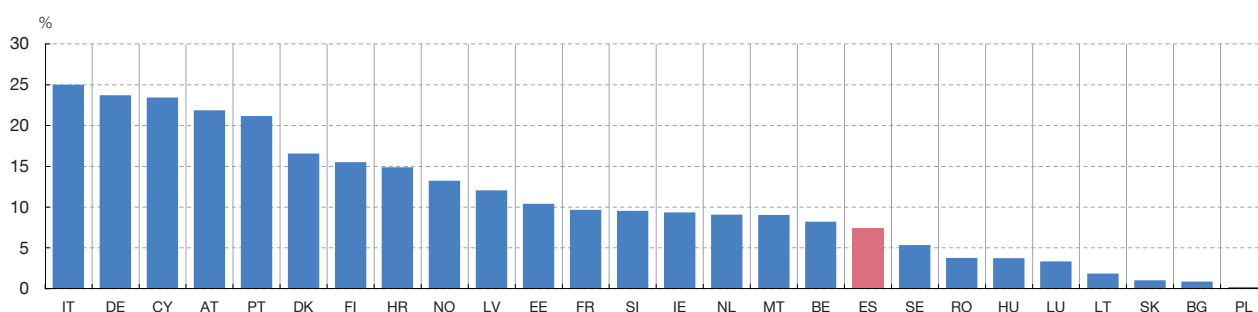
También existe margen para reforzar las políticas de orientación a los parados y concentrar los esquemas de bonificación a la contratación, prioritariamente en los colectivos con menor empleabilidad. La evidencia disponible muestra que la realización de tareas que requieren el uso de habilidades cognitivas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

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

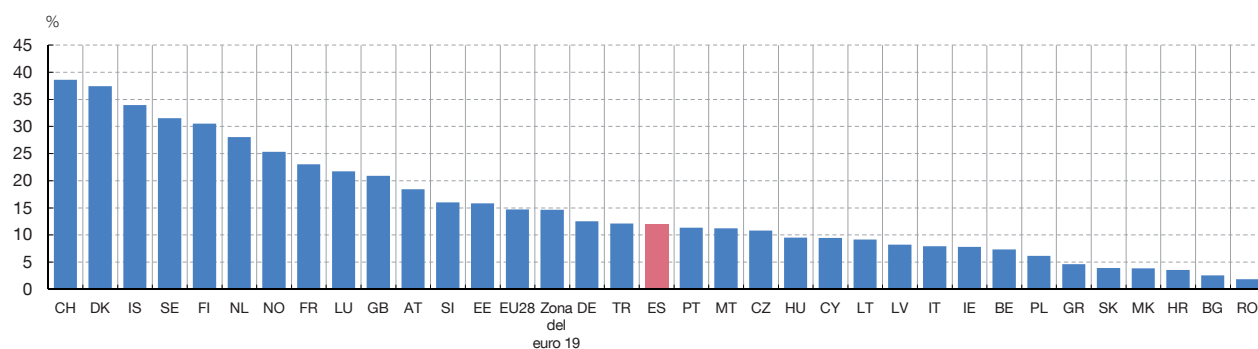
49 Véase S. Puente y A. Casado (2016), «Desajuste en competencias entre la oferta y la demanda de trabajo en España», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.

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

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



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



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INDICADORES EDUCATIVOS EN 2016 (%)

CUADRO 1.2

En porcentaje

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

FUENTE: Eurostat.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

EFECTOS DE LA REVERSIÓN DEL PROCESO DE GLOBALIZACIÓN

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



Gráfico 2
TARIFA ARANCELARIA PROMEDIO



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

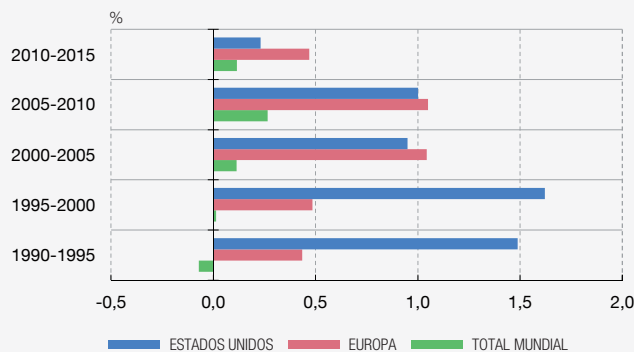
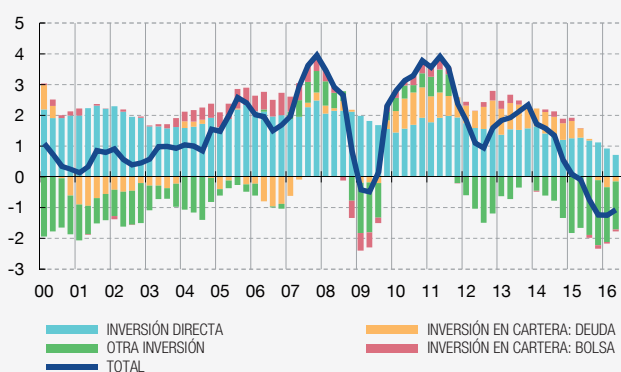


Gráfico 4
FLUJOS NETOS DE CAPITALES: ECONOMÍAS EMERGENTES (% DEL PIB DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES) (b)



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

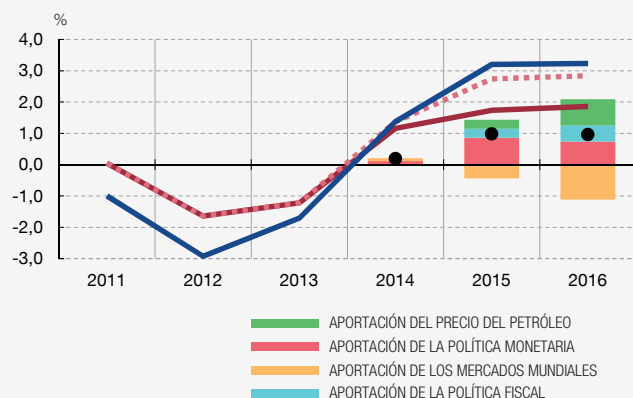
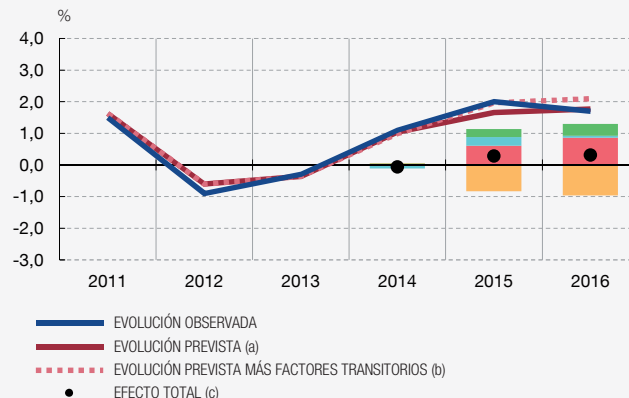


Gráfico 2
ÁREA DEL EURO: PIB SENDA OBSERVADA, SENDA PROYECTADA EN JUNIO DE 2014
Y CONTRIBUCIÓN DE LOS DISTINTOS FACTORES TRANSITORIOS



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Gráfico 1 ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. CARGA FINANCIERA NETA (a)

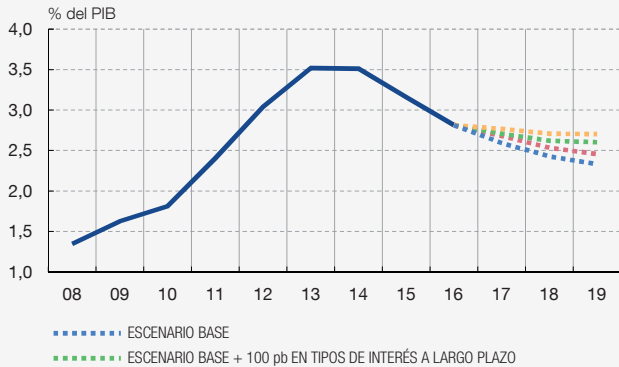


Gráfico 2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CARGA FINANCIERA NETA (a)

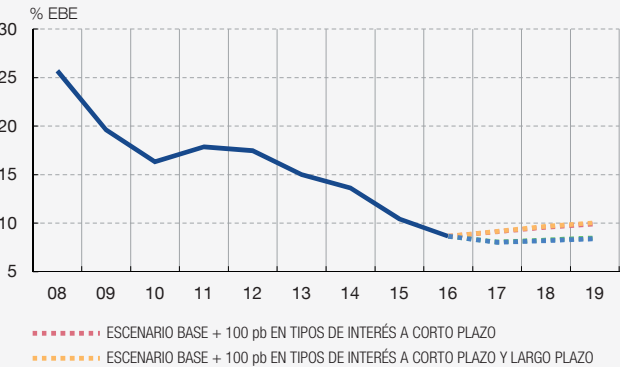


Gráfico 3 HOGARES. CARGA FINANCIERA NETA (a)

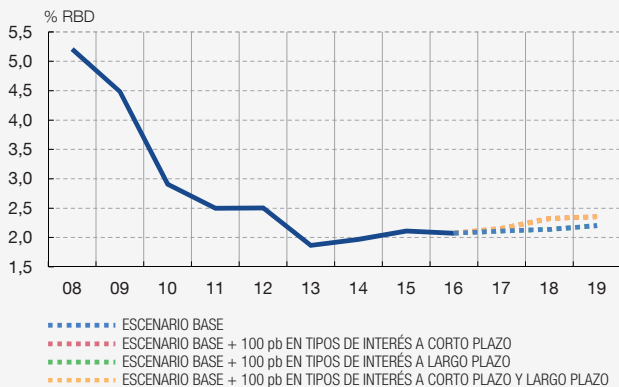


Gráfico 4 HOGARES. GASTOS E INGRESOS FINANCIEROS

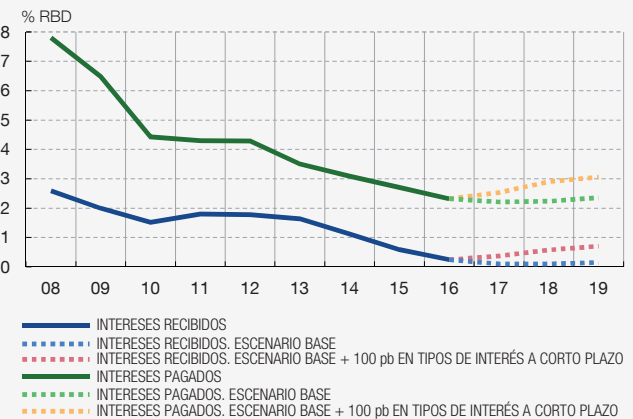


Gráfico 5 IMPACTO NETO MEDIO DE LA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS EN 100 pb SOBRE LA RENTA DE LAS FAMILIAS. DESGLOSE POR EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA (b)

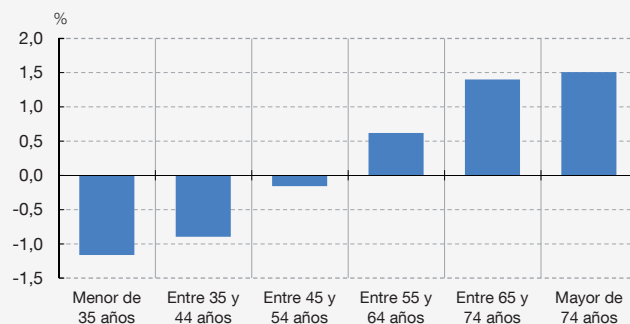
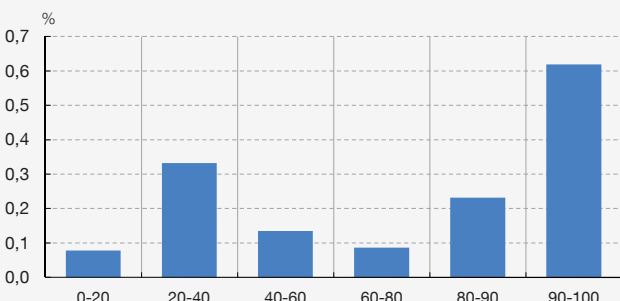


Gráfico 6 IMPACTO NETO MEDIO DE LA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS EN 100 pb SOBRE LA RENTA DE LAS FAMILIAS. DESGLOSE POR PERCENTIL DE RENTA (b)



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

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

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

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

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

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