

## PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR

Luis M. Linde

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Un reto especialmente acuciante es el de la necesaria disminución del desempleo, particularmente elevado y persistente entre determinados colectivos, tales como los individuos más jóvenes y los más mayores, y los de menor nivel de cualificación. En este ámbito, las políticas públicas deben orientarse a evitar que estos trabajadores permanezcan largo tiempo en la situación de desempleo, con la consiguiente pérdida de capacidades. De hecho, reducir el desempleo (en particular, el de larga duración) es una de las principales palancas para favorecer un crecimiento socialmente sostenible, que promueva una distribución de los beneficios de la recuperación económica entre el mayor número posible de segmentos de la población. En este sentido, un estudio reciente, de próxima aparición, llevado a cabo en el Banco de España<sup>1</sup>, pone de relieve que el fuerte deterioro en el mercado de trabajo durante las primeras fases de la crisis fue el principal catalizador del aumento en la desigualdad en la renta per cápita en aquellos momentos. De manera simétrica, el dinamismo en la creación de empleo durante la actual fase expansiva, y la consiguiente caída del paro, estarían permitiendo corregir durante estos últimos años el empeoramiento previo en los índices de desigualdad.

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

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

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

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

---

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

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

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

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