

# INFORME ANUAL 2018

Zaragoza, 11 de junio de 2019



## PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR

---

Informe anual en breve

# 1

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL ENTORNO  
GLOBAL INCIERTO

# 2

LOS DETERMINANTES DE LA BAJA INFLACIÓN  
EN LA UEM Y EN ESPAÑA

# 3

EL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA  
EN EL MEDIO Y EN EL LARGO PLAZO

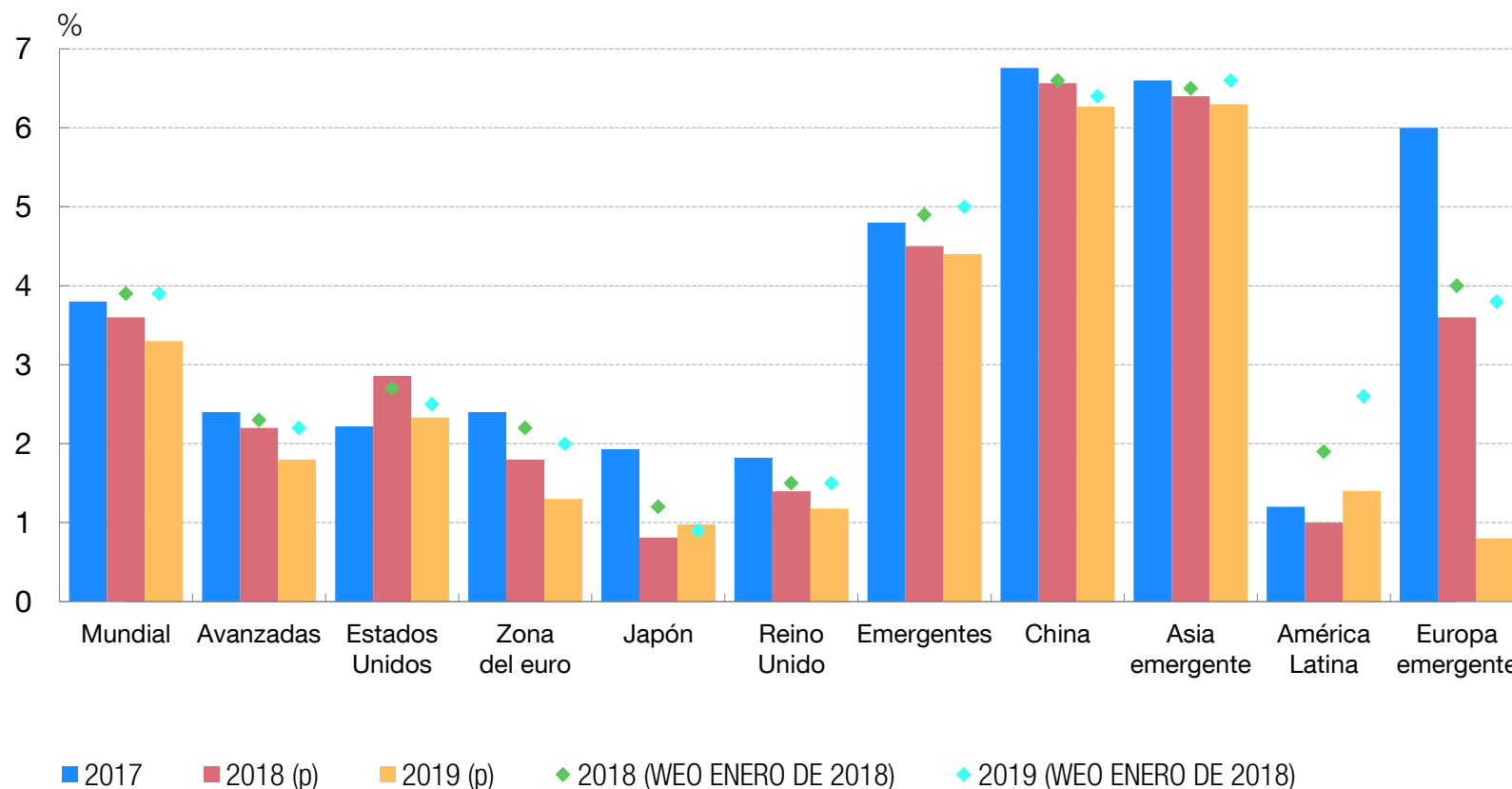
# 4

CONSECUENCIAS ECONÓMICAS  
DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS

## **CAPÍTULO 1**

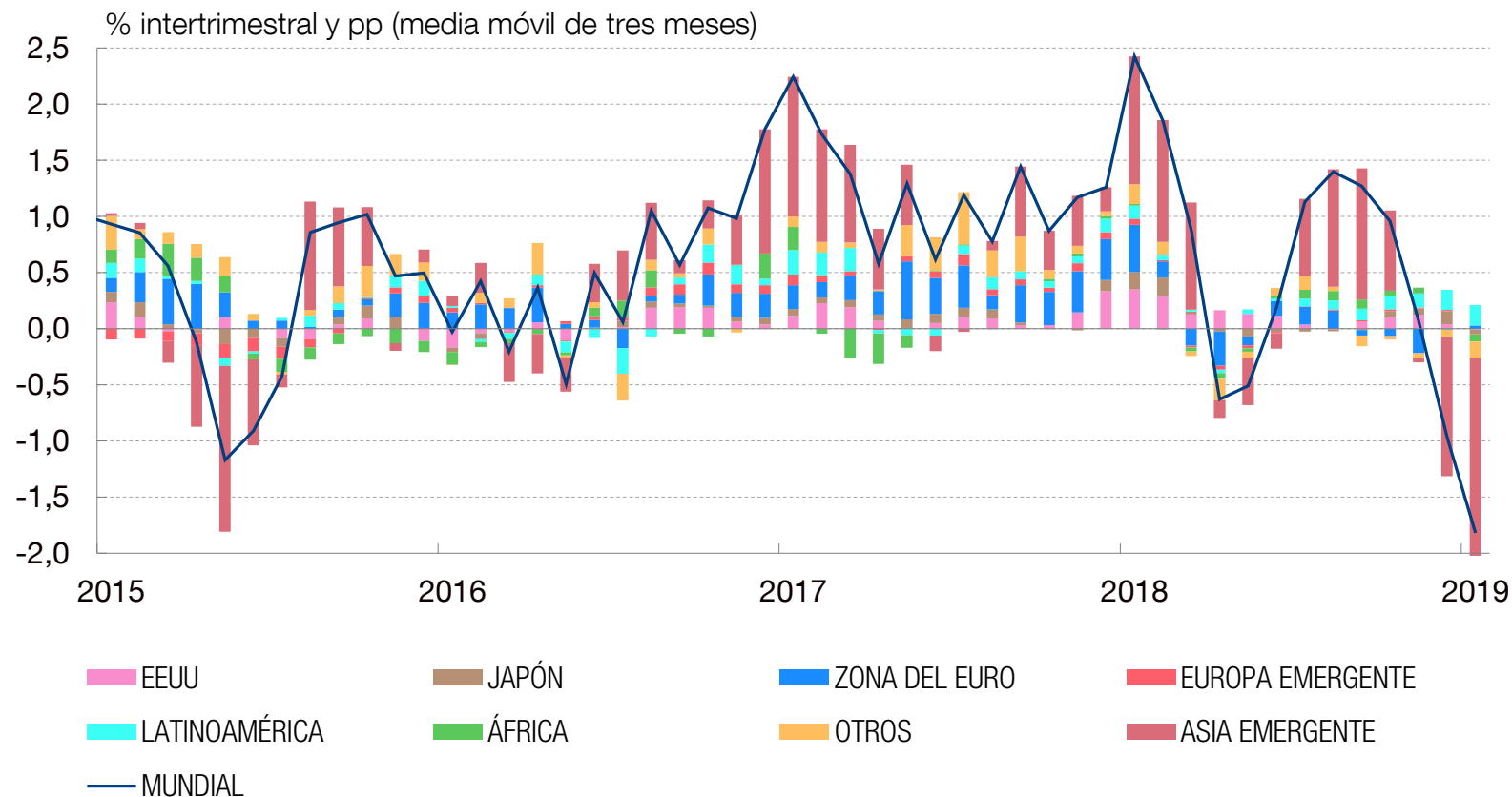
# **LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL ENTORNO GLOBAL INCIERTO: EVOLUCIÓN RECIENTE, PERSPECTIVAS Y RETOS**

## CRECIMIENTO DEL PIB



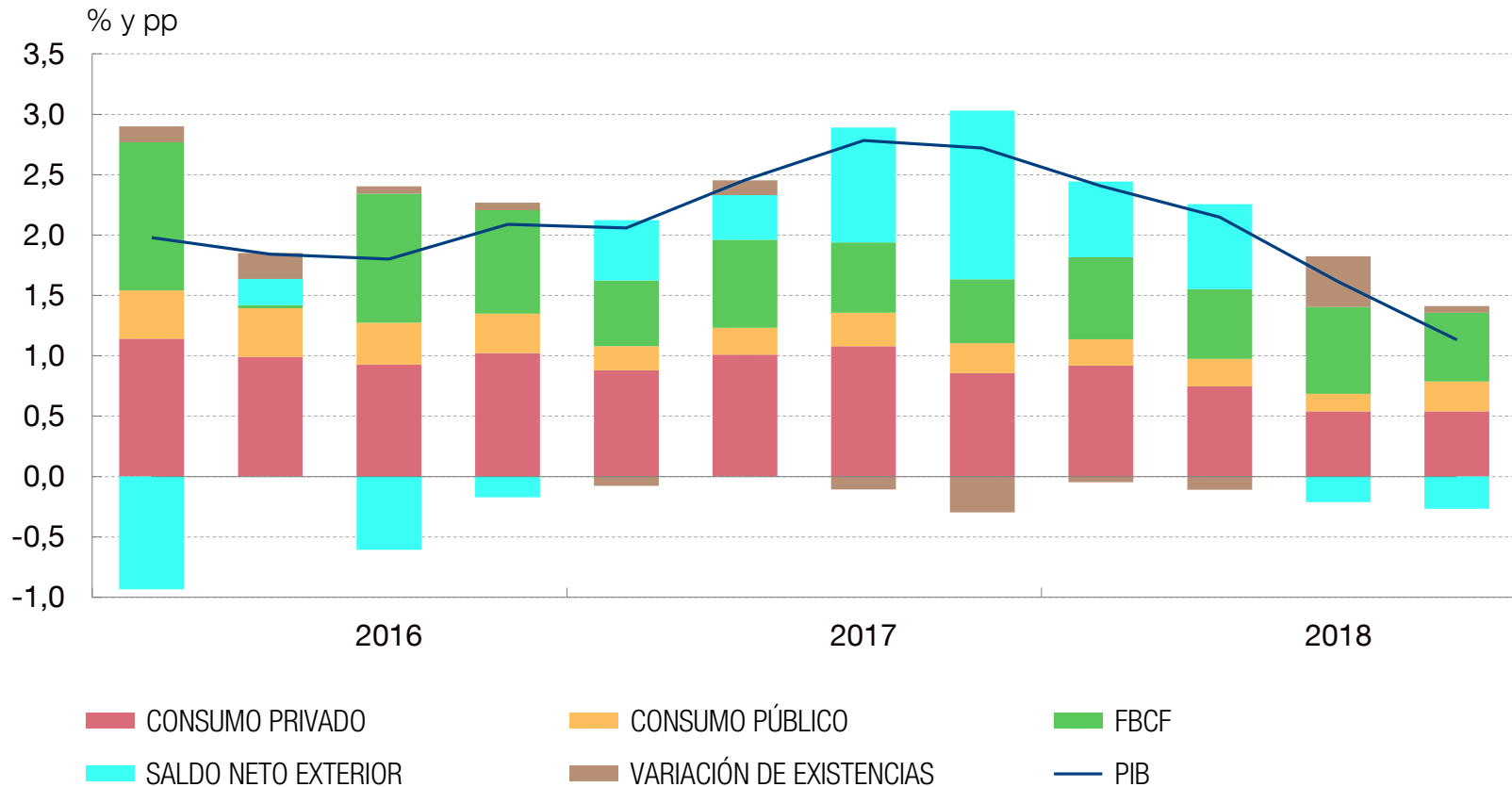
FUENTES: FMI (WEO abril 2019, WEO enero 2018) y estadísticas nacionales.

## CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL. EVOLUCIÓN POR ÁREAS



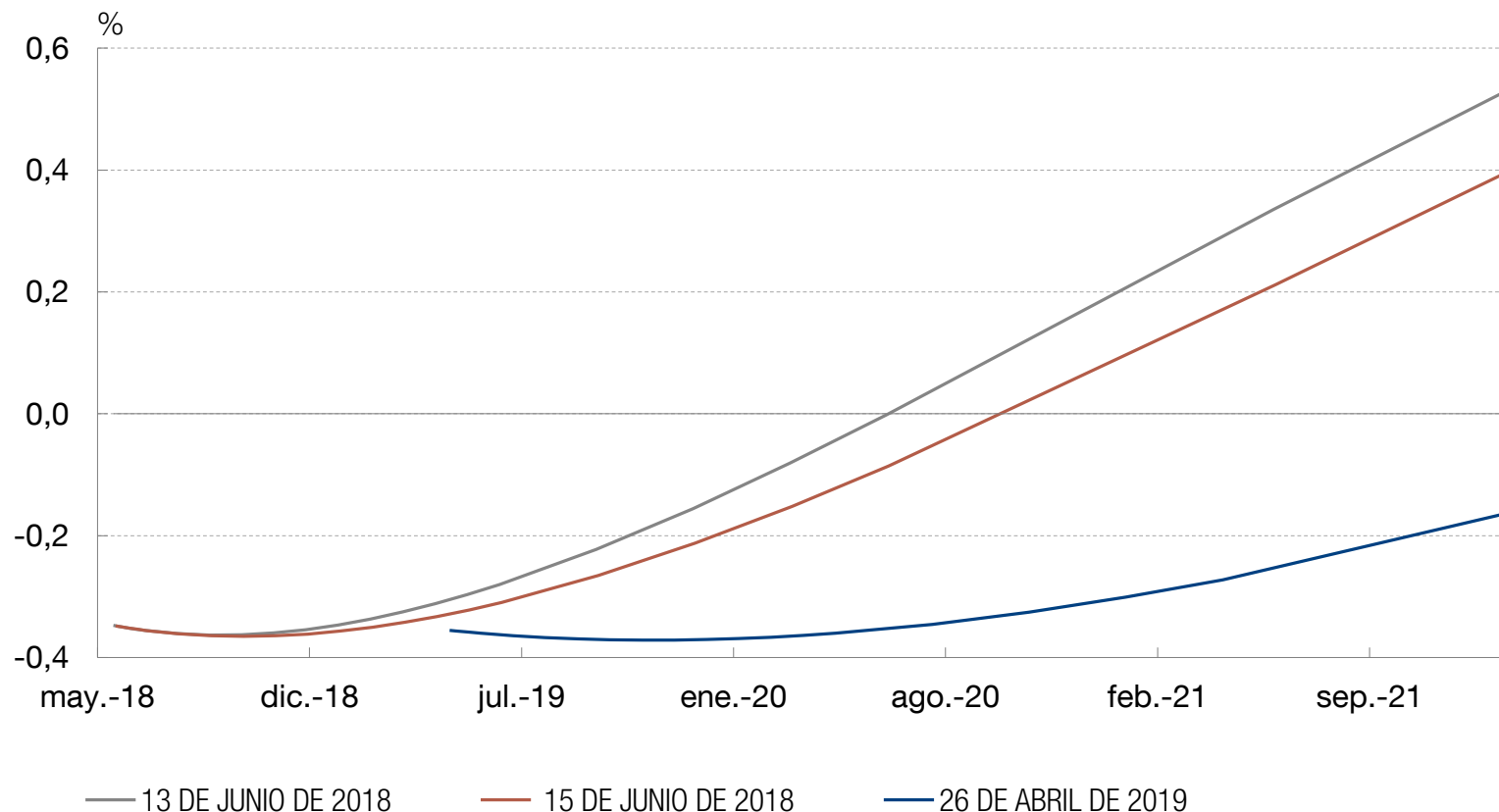
FUENTES: CPB, PIIE, US Census y FMI Dots.

## ÁREA DEL EURO. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



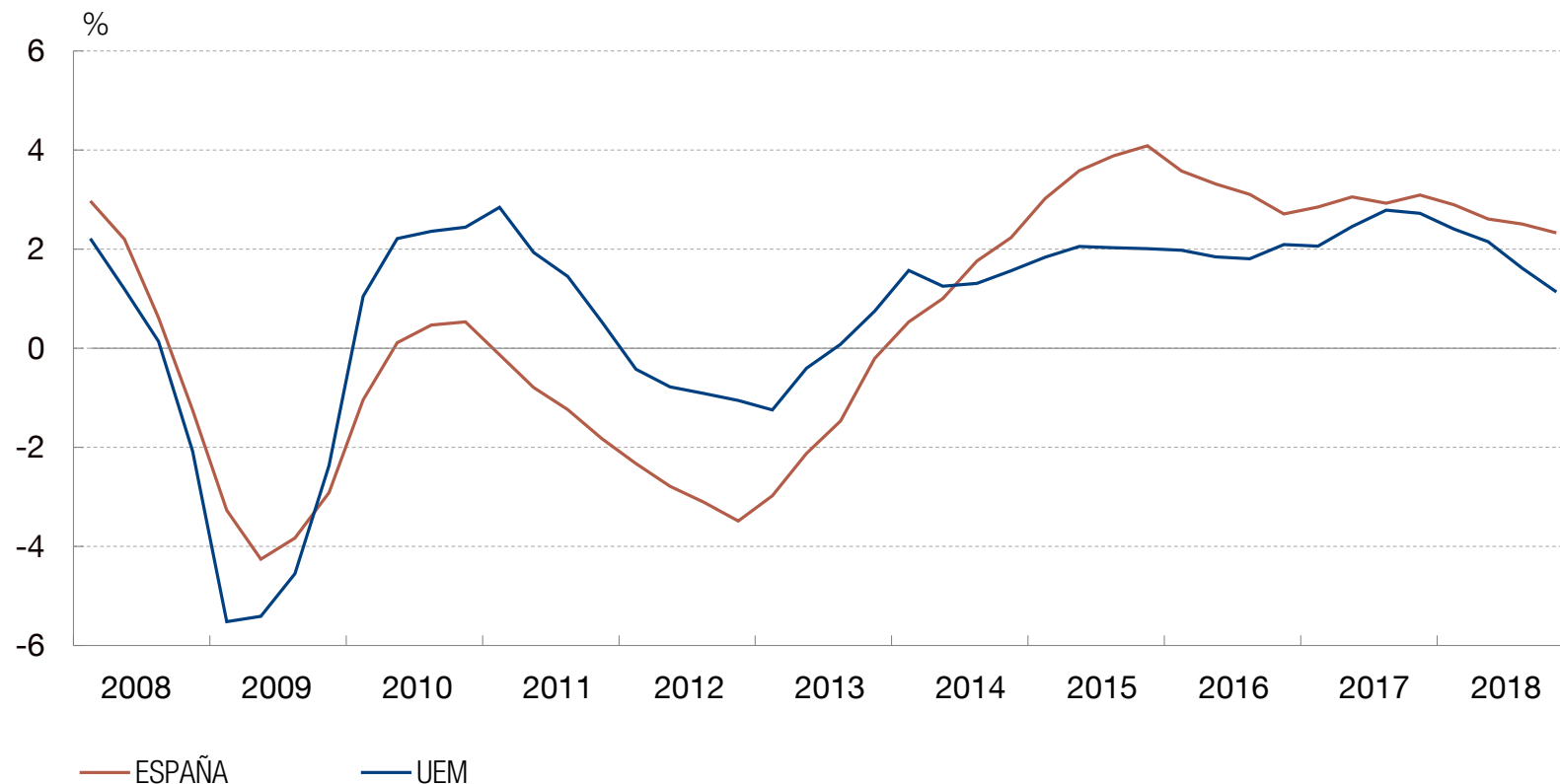
FUENTE: Comisión Europea.

## EXPECTATIVAS DE LOS TIPOS A UN DÍA (OIS FORWARD INSTANTÁNEO)



FUENTES: IFM Datastream, Banco Central Europeo, Banco de España y Comisión Europea.

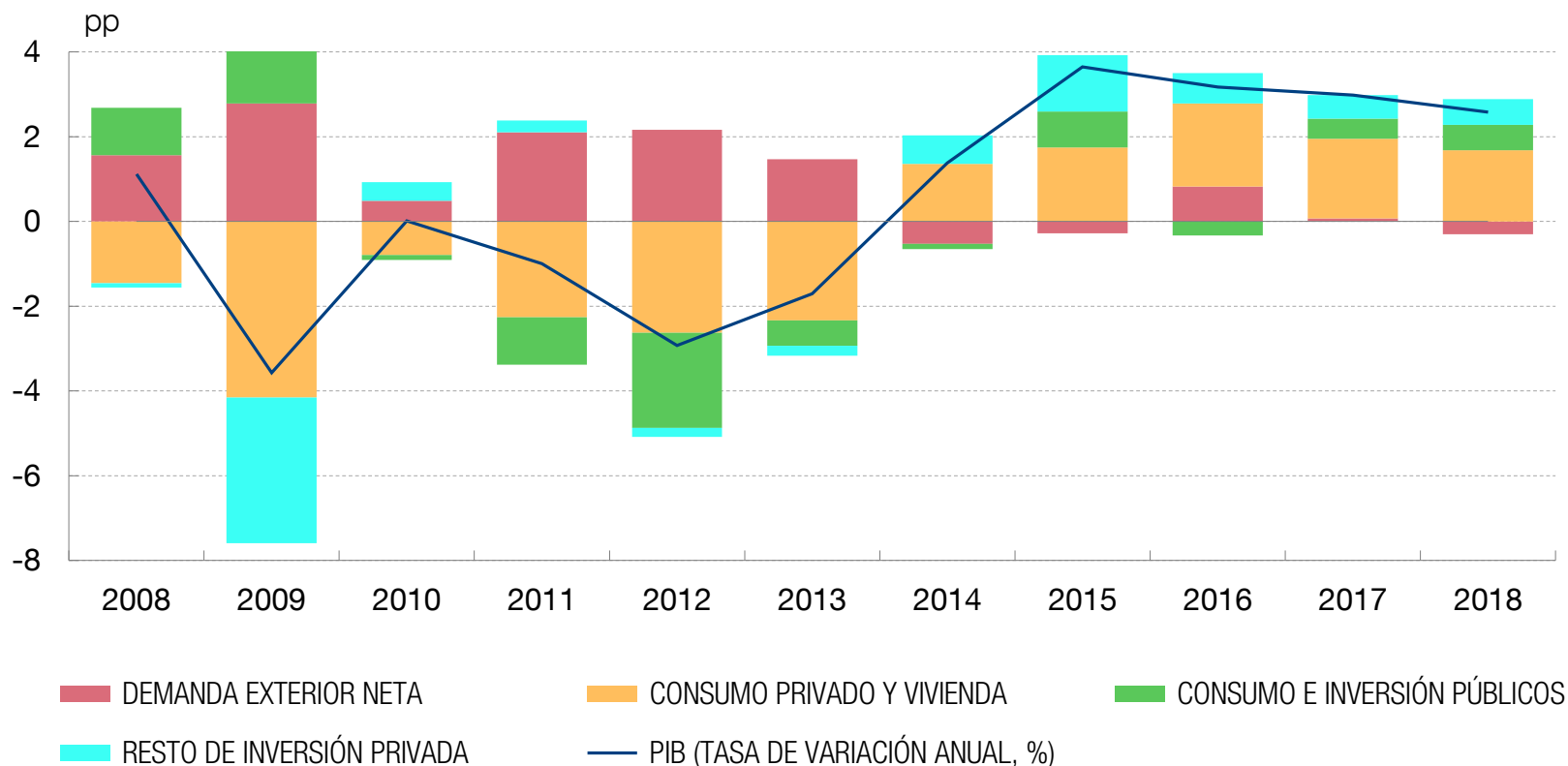
## EVOLUCIÓN DEL PIB: ESPAÑA Y UEM Tasas de variación interanual en términos reales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



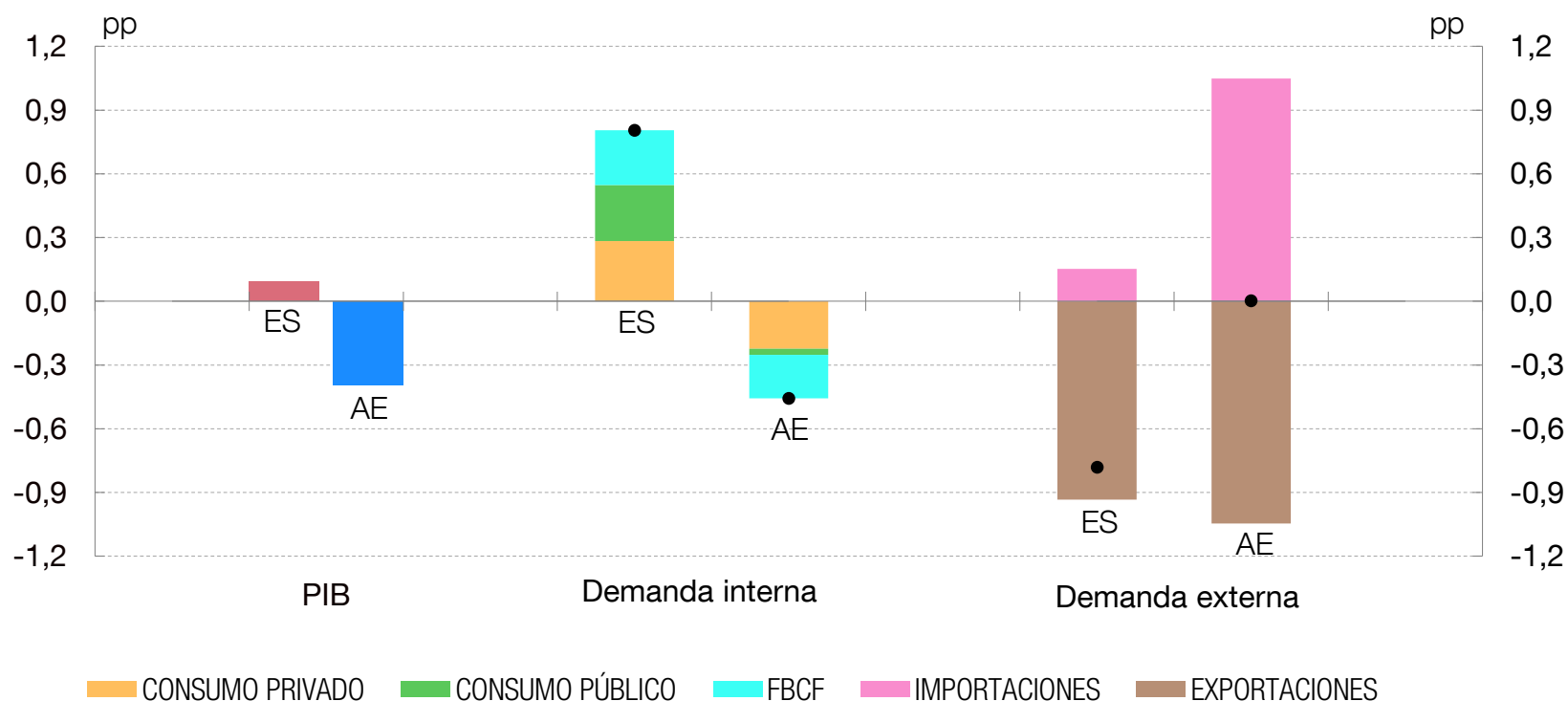
## PIB, COMPONENTES DE LA DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR Tasas de variación anual y aportaciones al crecimiento



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

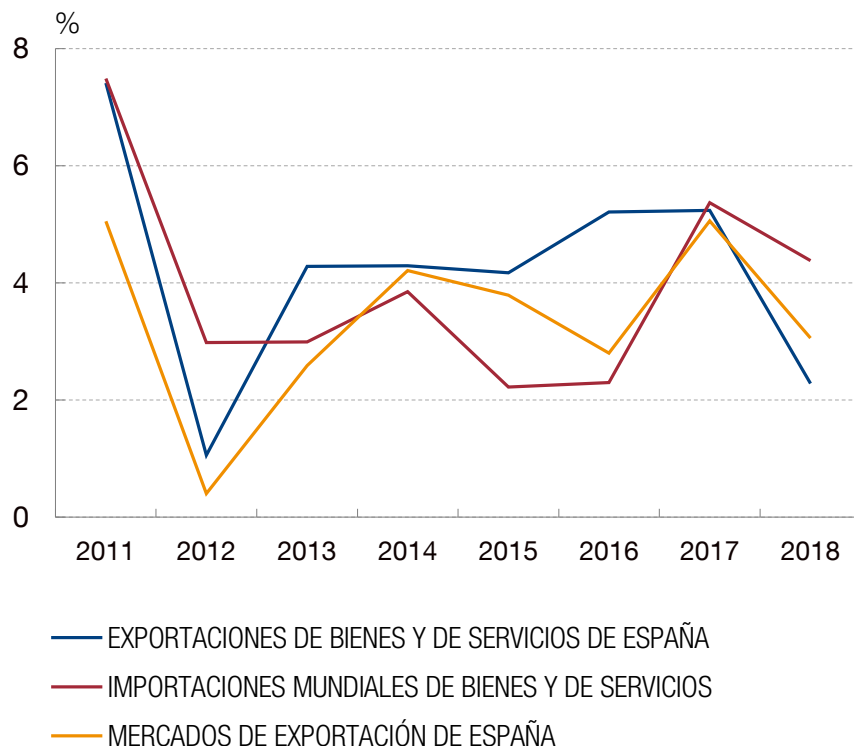
## ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE): DIFERENCIAS ENTRE EL PIB Y LOS COMPONENTES DE DEMANDA OBSERVADOS Y SUS PROYECCIONES DE DICIEMBRE DE 2017

Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones

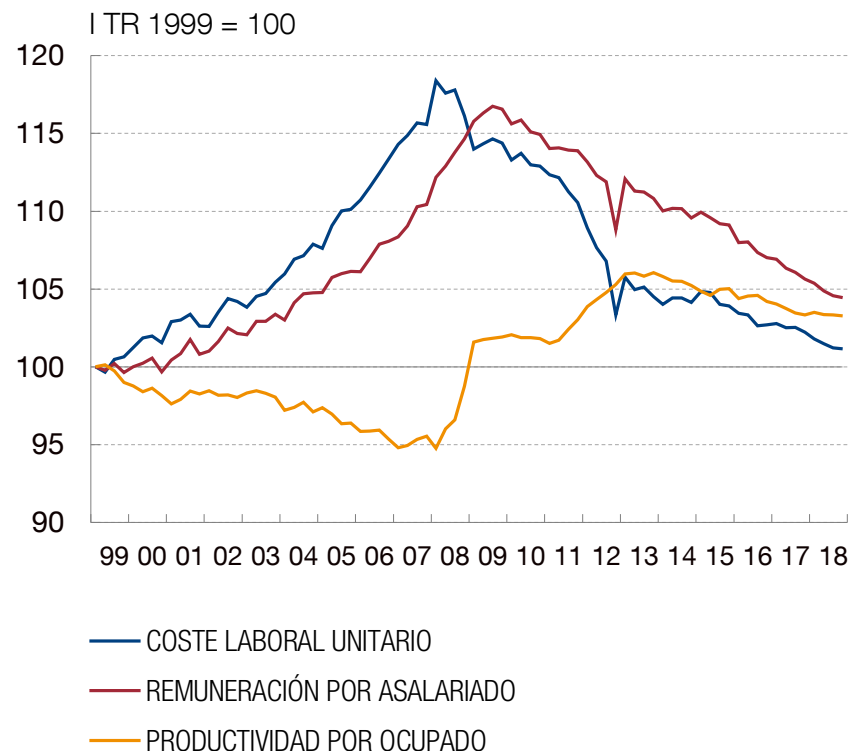


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES  
Tasas de variación en términos reales



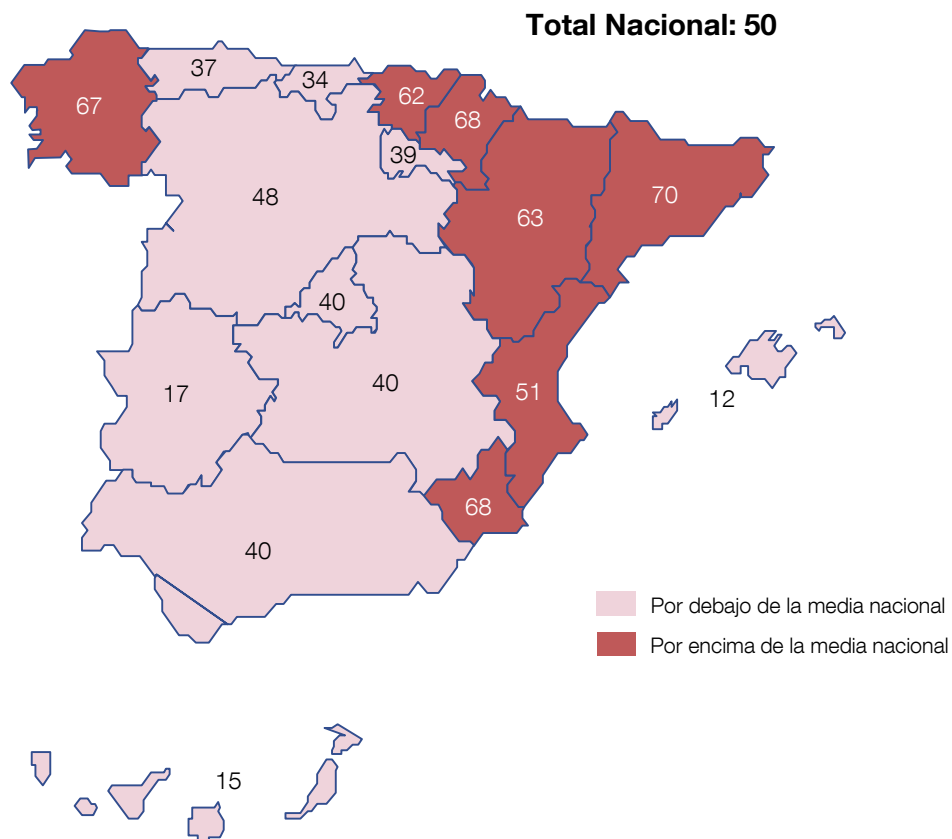
COSTES LABORALES UNITARIOS DE LA ECONOMÍA TOTAL RELATIVOS. ESPAÑA/UEM  
Niveles relativos



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

## APERTURA COMERCIAL EXTERIOR

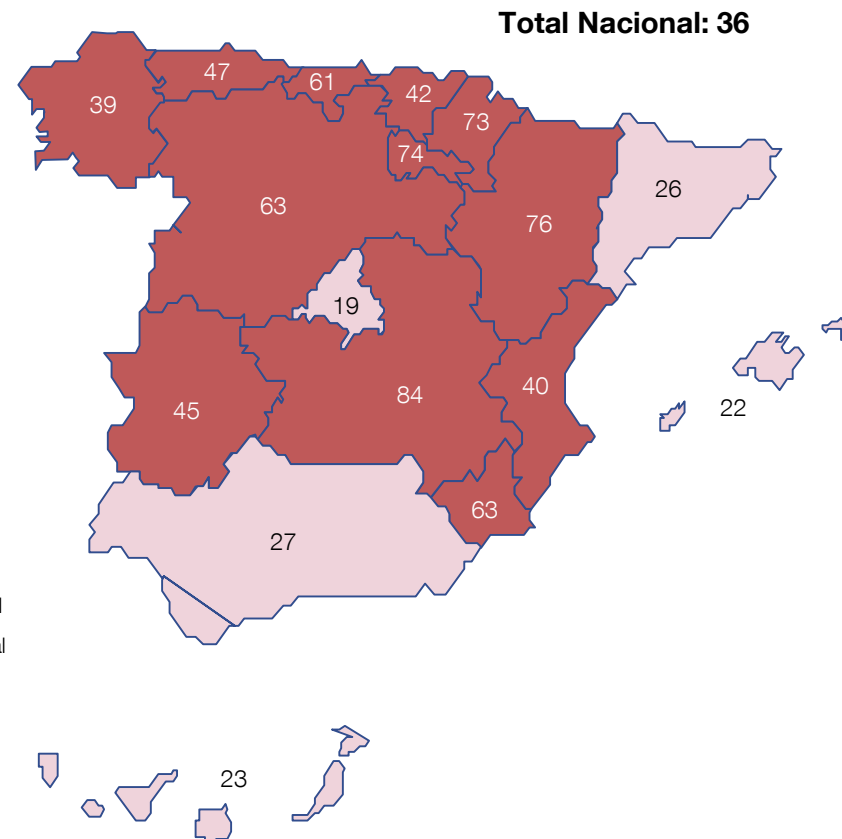
Mercancías, % del PIB



FUENTE: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.

## APERTURA COMERCIAL INTERIOR

Mercancías, % del PIB

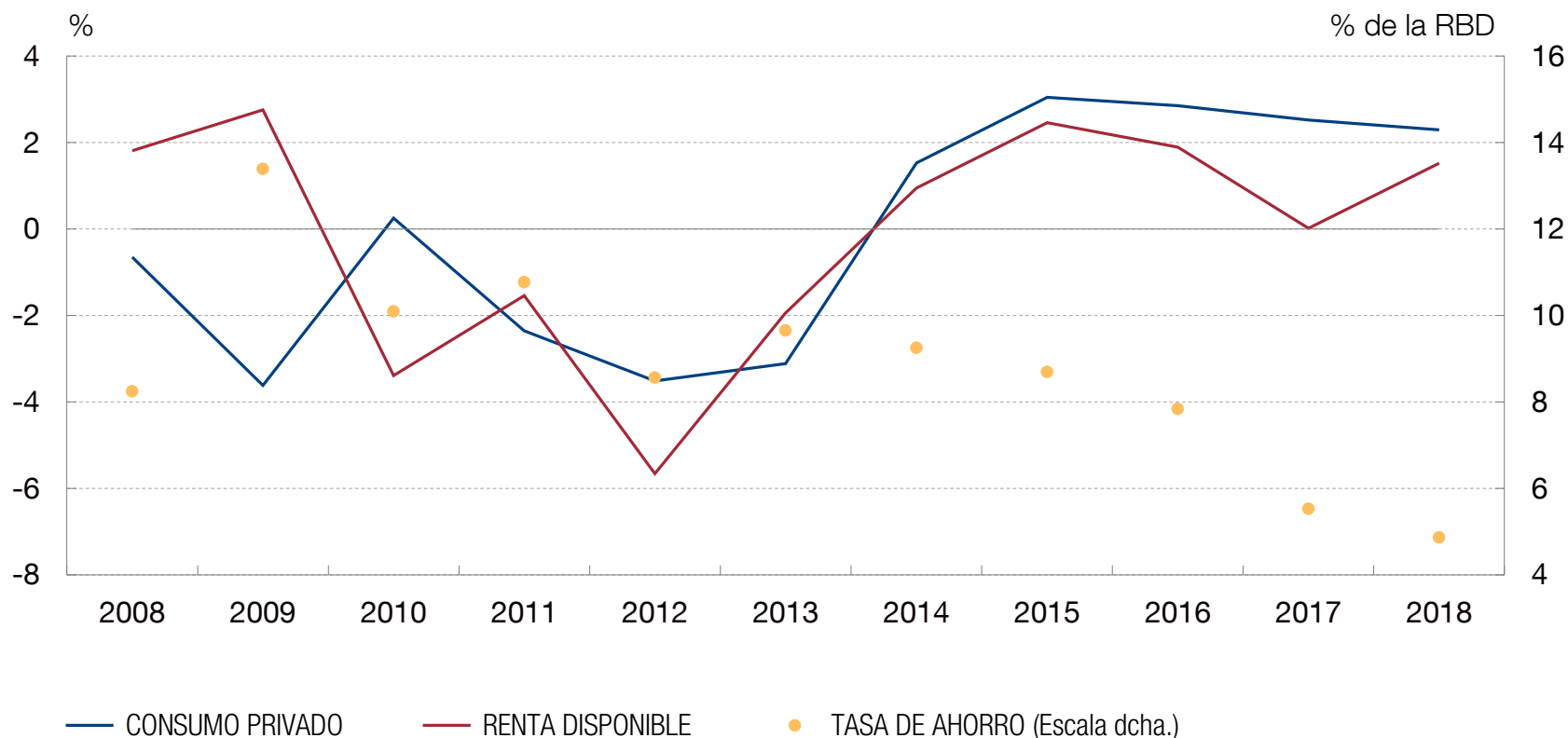


FUENTES: Intereg.

Nota: Los datos hacen referencia a importaciones y exportaciones de bienes finales e intermedios.

Nótese que están en términos brutos y sujetos a doble contabilidad.

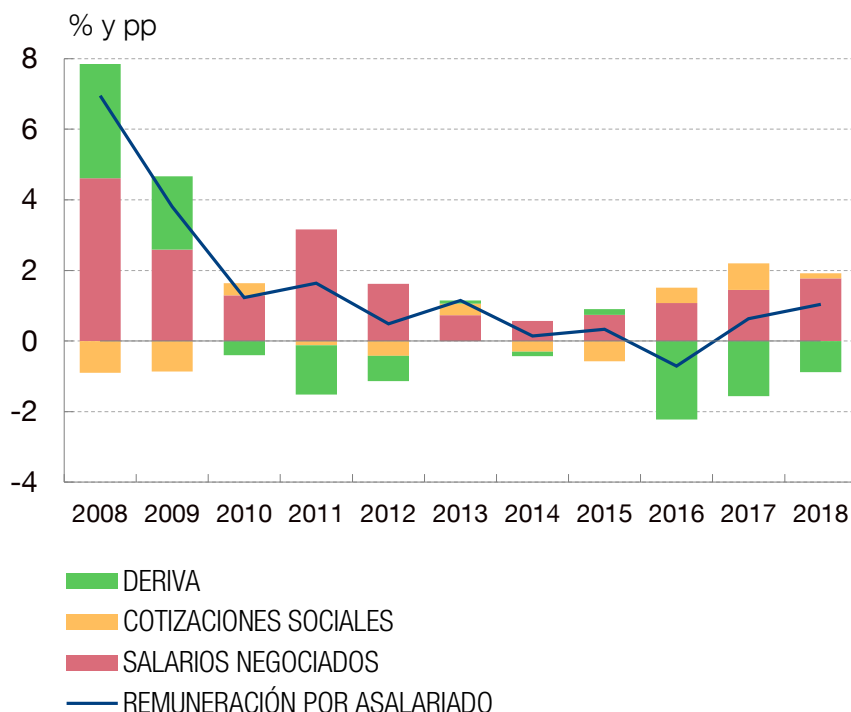
## EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y DE LA RENTA DISPONIBLE Tasas de variación anuales en términos reales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

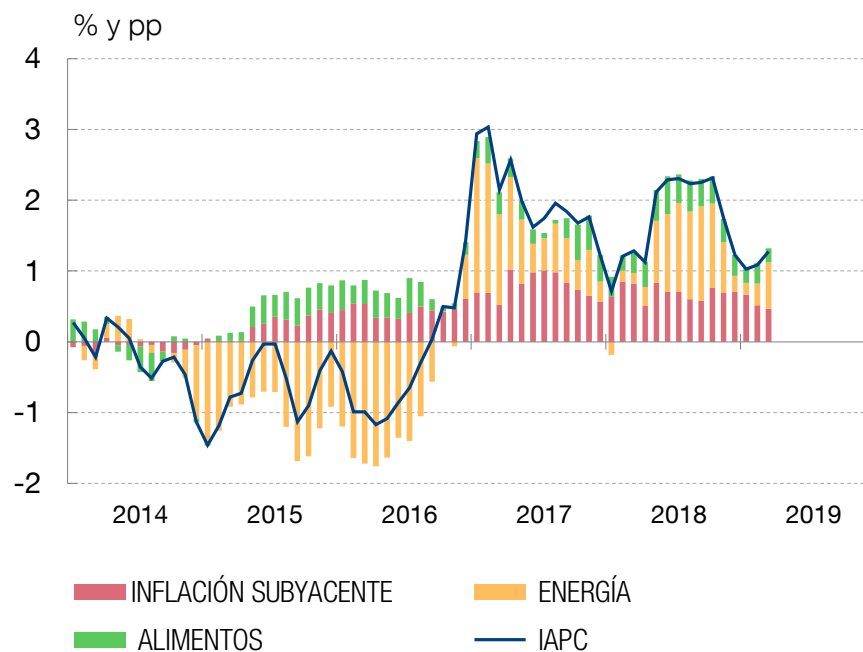
## REMUNERACIÓN POR ASALARIADO EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

Crecimiento y contribuciones de los salarios negociados, deriva y cotizaciones sociales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

## IAPC. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



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

## POLÍTICAS NACIONALES

- Reformas del **mercado de trabajo**: ayudaron a facilitar el ajuste de los costes laborales a las circunstancias de las empresas tras la crisis.
- Reformas del **sistema de pensiones**: mejoraron la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo.
- Recapitalización y saneamiento **del sistema financiero**: ayudaron a mejorar la financiación de la economía, en coste y cantidades, y a que los bancos cumplan mejor su función de intermediación de flujos financieros.

## POLÍTICAS EUROPEAS

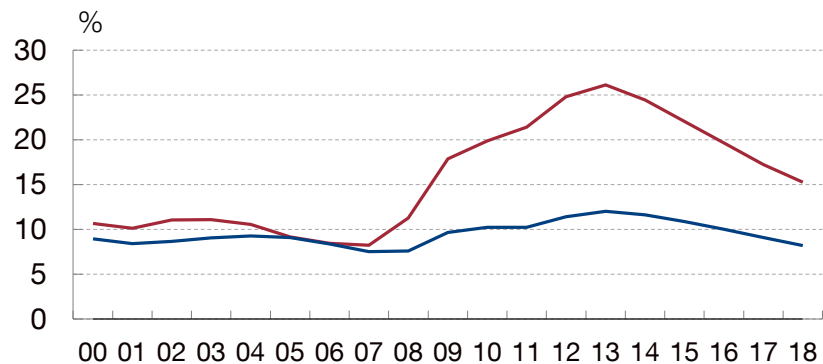
- Acciones de **política monetaria del BCE**: para reducir la fragmentación en los mercados financieros europeos.
- Lanzamiento de la **Unión Bancaria**: creación de MUS y MUR.
- Creación del **MEDE**: como instrumento de resolución de las crisis financieras en el área del euro.

## OTROS FACTORES

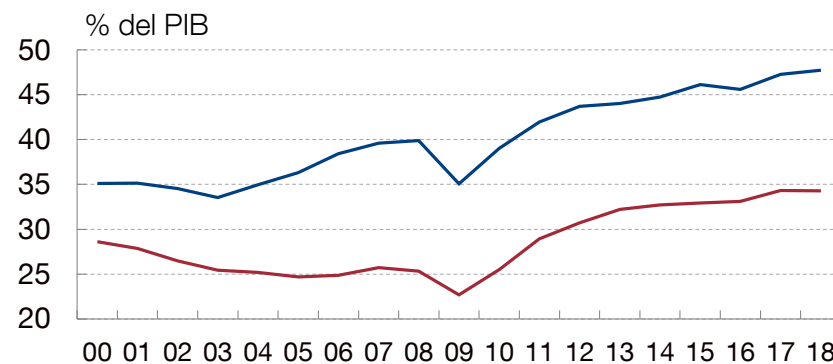
con un mayor grado de transitoriedad

- Políticas expansivas de demanda (**monetaria y fiscal**).
- Algunos factores exógenos transitorios (“**vientos de cola**”).

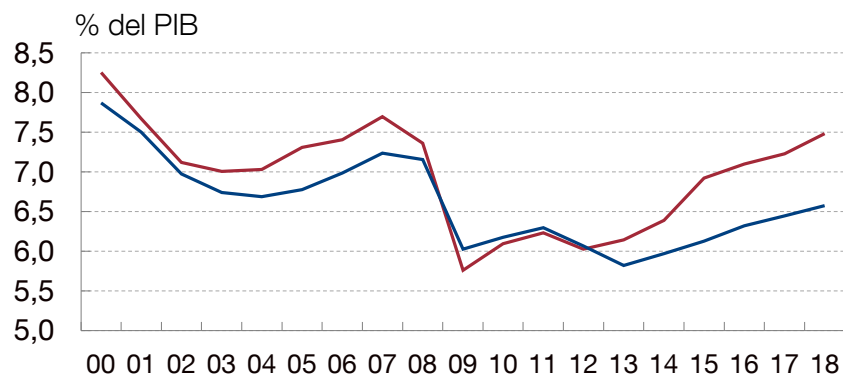
## TASA DE PARO



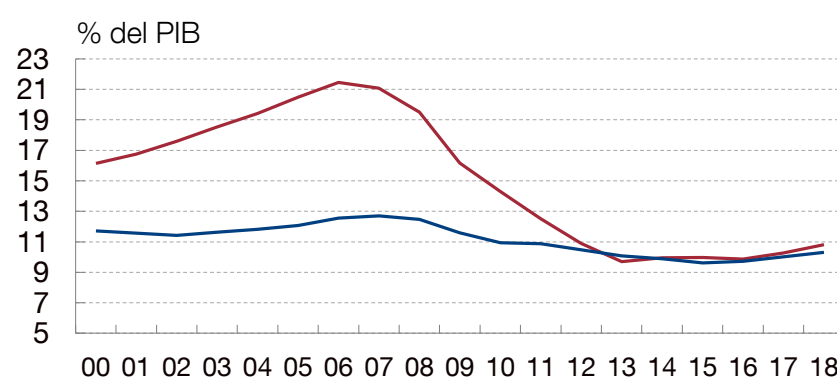
## EXPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS



## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN BIENES DE EQUIPO



## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN CONSTRUCCIÓN



— ESPAÑA

— UEM

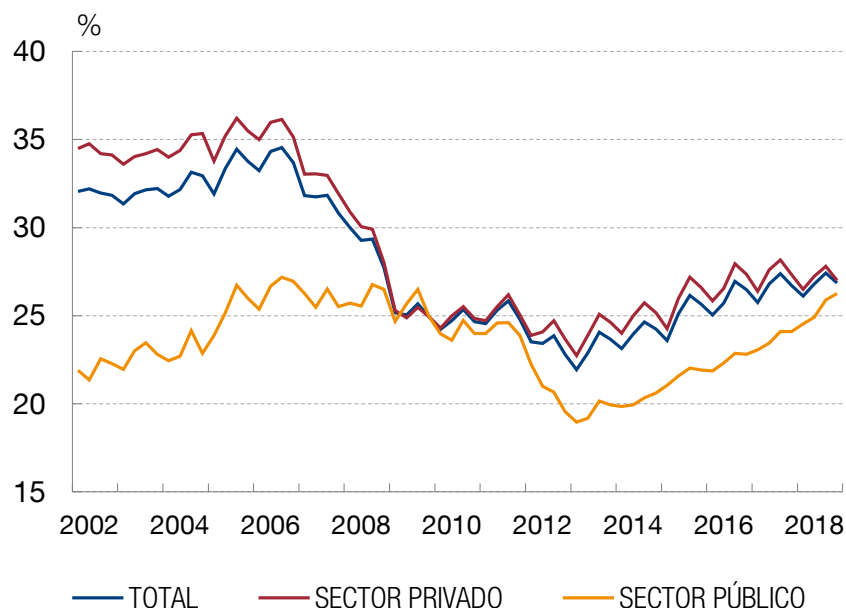
FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



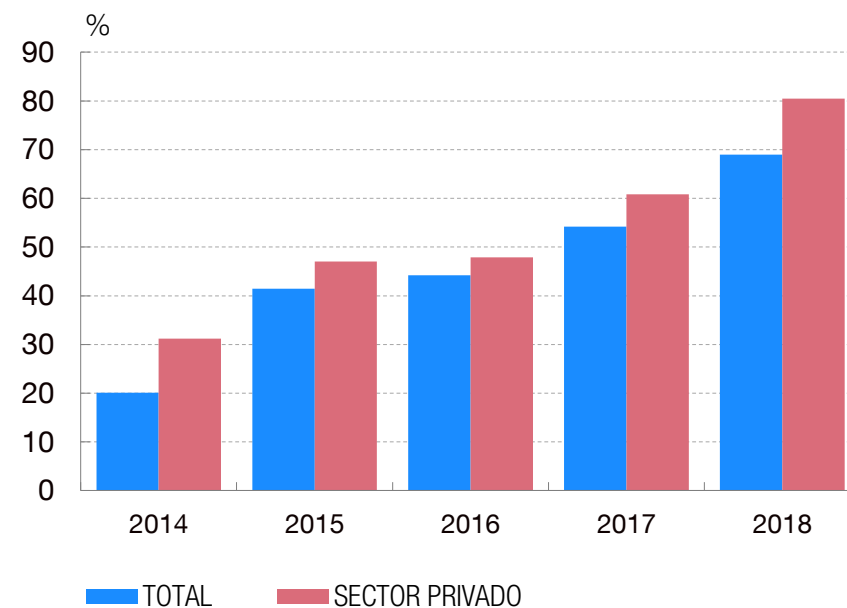
- No obstante, persisten importantes **focos de riesgo**.
  - Al mismo tiempo, a futuro, **el margen de estímulos adicionales monetarios y fiscales** es limitado, mientras que algunos **“vientos de cola”** se desvanecen.
  
- En este contexto, **reforzar la sostenibilidad de la recuperación** requiere:
  - Preservar los soportes estructurales de la recuperación y **retomar una agenda reformista ambiciosa**.
  - Afrontar los **retos pendientes**:
    - No se ha recuperado el nivel de **empleo** previo a la crisis y el **desempleo de larga duración** es muy elevado, particularmente para algunos grupos poblacionales.
    - El nivel de **desigualdad** (a su vez, ligado en parte al desempleo) sigue siendo elevado en comparativa internacional.
    - El **alto nivel de deuda pública y de recurso a la financiación externa** constituyen fuentes de vulnerabilidad.
    - El crecimiento de la **productividad** es bajo frente a otros países del entorno y el aumento de la renta per cápita se ha basado en la mayor ocupación, pero el crecimiento de la productividad ha sido reducido.
    - El **sector bancario** debe continuar reforzando su situación financiera para confrontar de manera más adecuada un entorno crecientemente complejo y exigente.

- El **proceso de creación de empleo** mantiene algunas pautas de expansiones anteriores:
  - Bajo crecimiento de la productividad (en especial en algunos sectores) y escasa diferenciación de los crecimientos salariales.
- Excesiva contratación temporal y parcialidad involuntaria** (aunque han mejorado en 2019).

RATIO DE TEMPORALIDAD



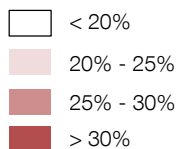
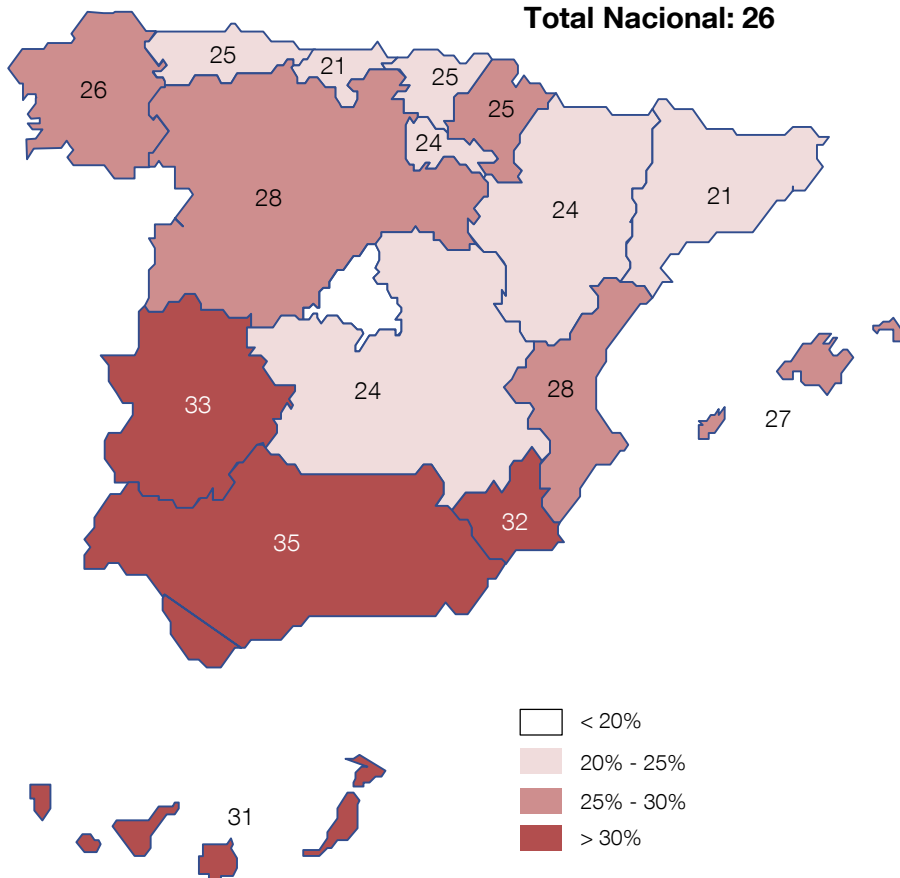
VARIACIÓN ANUAL DEL EMPLEO TOTAL DEBIDA A LOS EMPLEOS INDEFINIDOS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (CNTR y EPA).

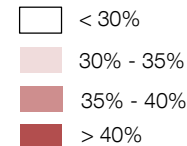
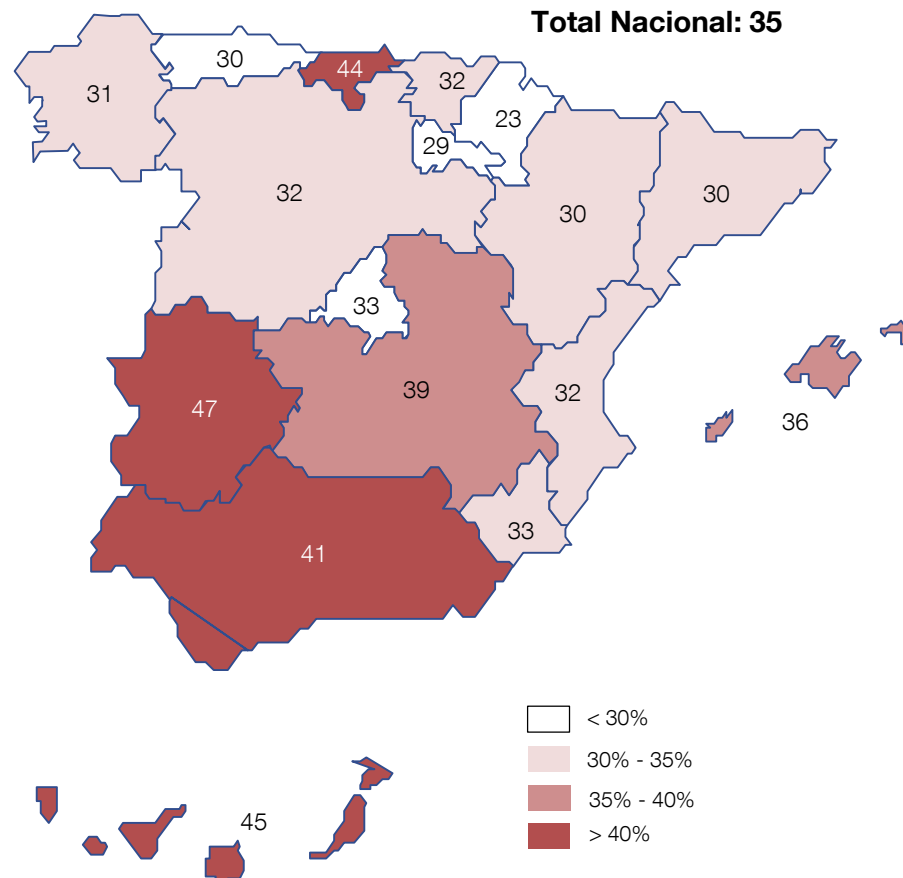
## RATIO DE TEMPORALIDAD

Total Nacional: 26



## TASA DE PARO JUVENIL

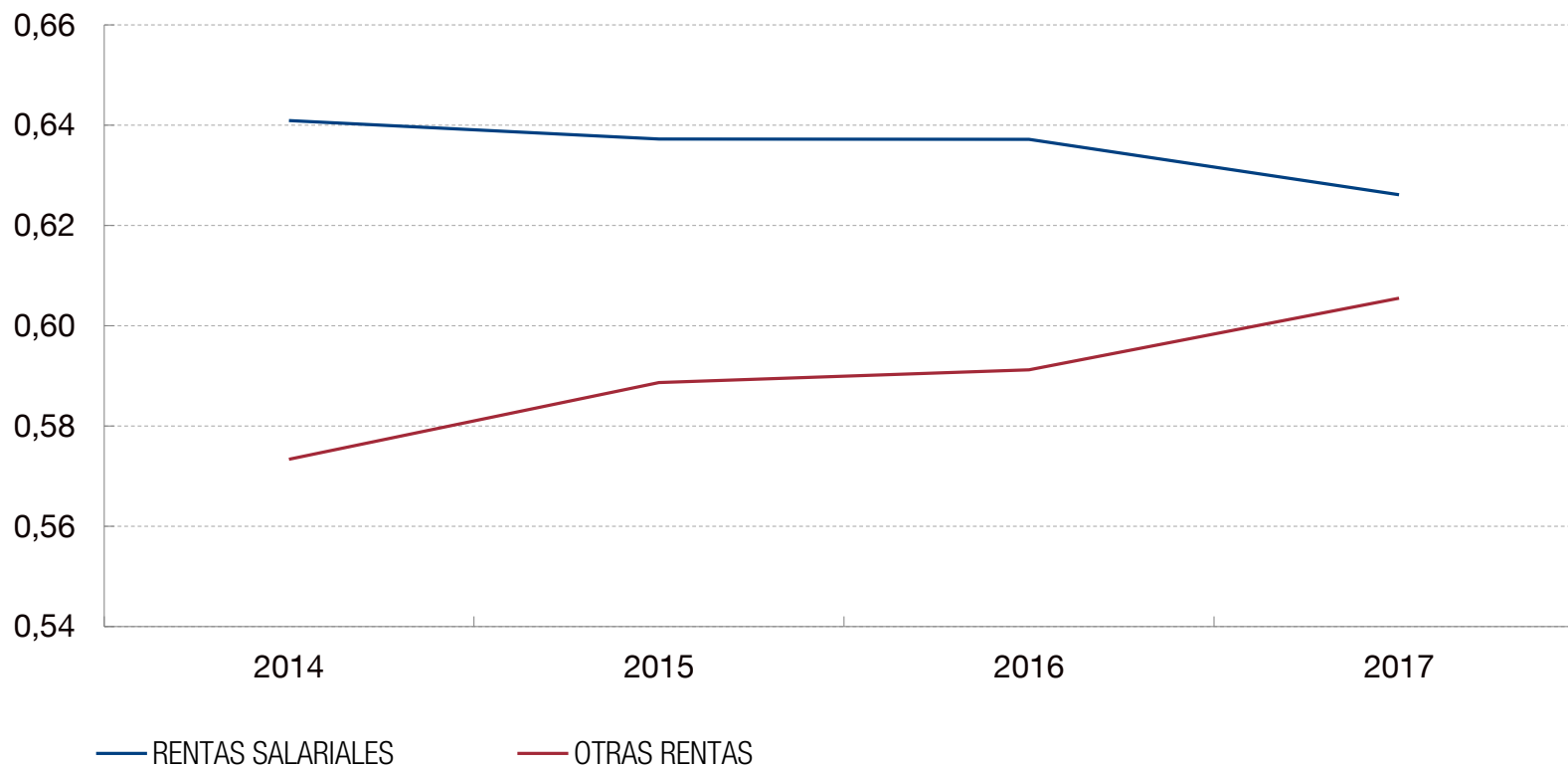
Total Nacional: 35



FUENTE: INE. Primer trimestre de 2019.

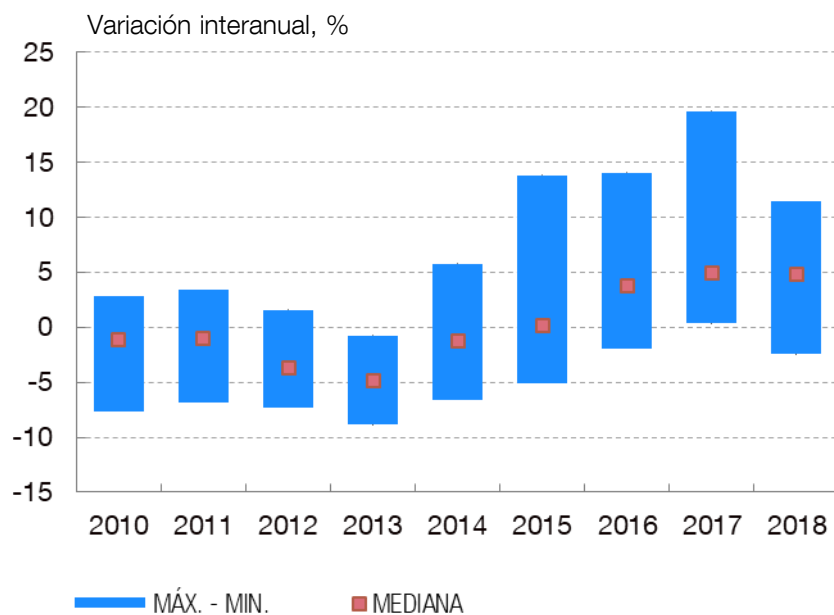
FUENTE: INE. Menores de 25 años. Primer trimestre de 2019.

## ÍNDICE DE GINI DE LA RENTA SALARIAL TOTAL DEL HOGAR Y DE OTRAS RENTAS DEL HOGAR

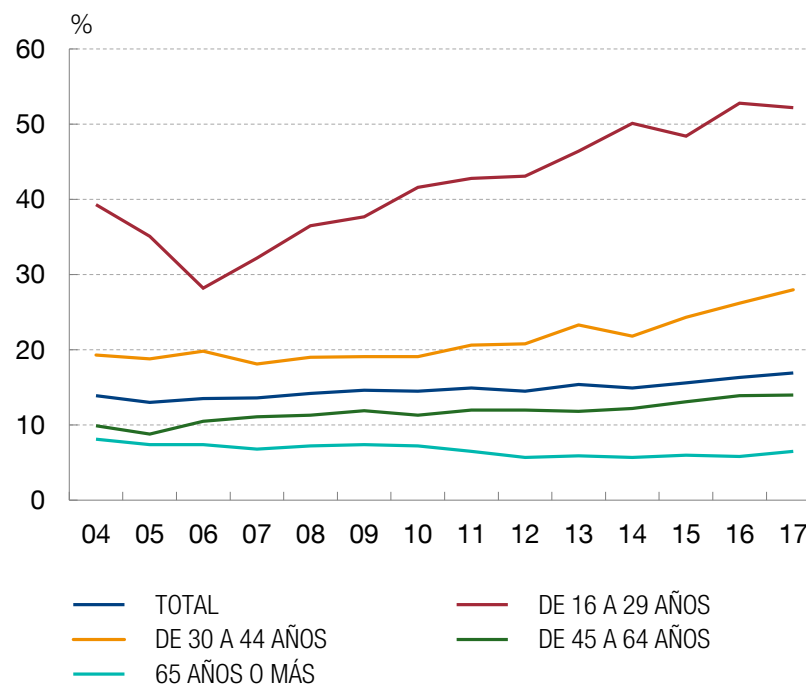


FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal, Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (MCVL), Instituto Nacional de Estadística (EPA) y Banco de España.

## PRECIO DEL ALQUILER DE VIVIENDA

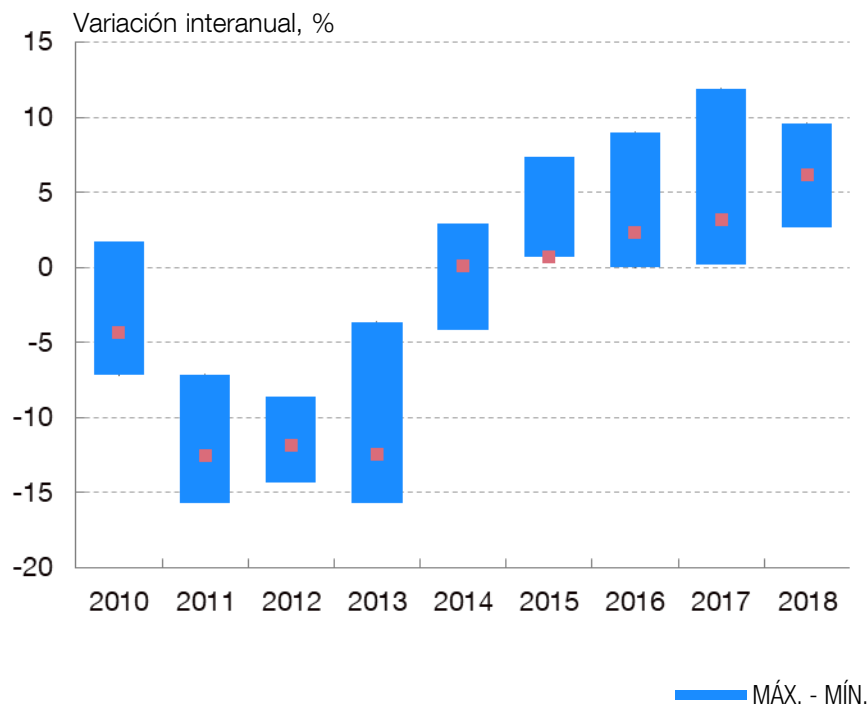


## PORCENTAJE DE LOS HOGARES EN ALQUILER, POR EDAD



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (ECV). Idealista y Banco de España.

## PRECIO DE LA VIVIENDA (a)



## PRECIO DEL ALQUILER DE LA VIVIENDA (b)

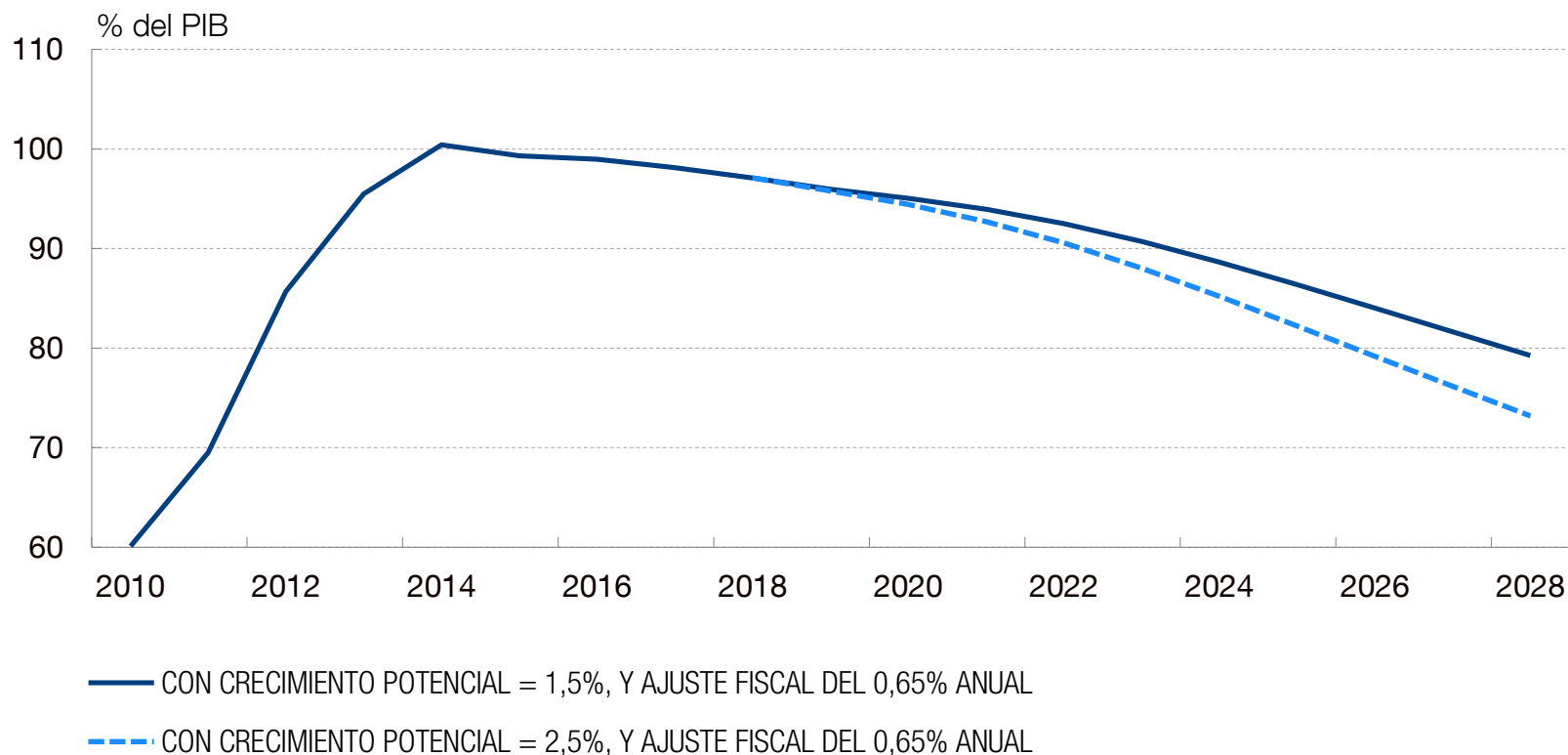


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística e Idealista.

a Variación interanual en el cuarto trimestre. Datos de CCAA.

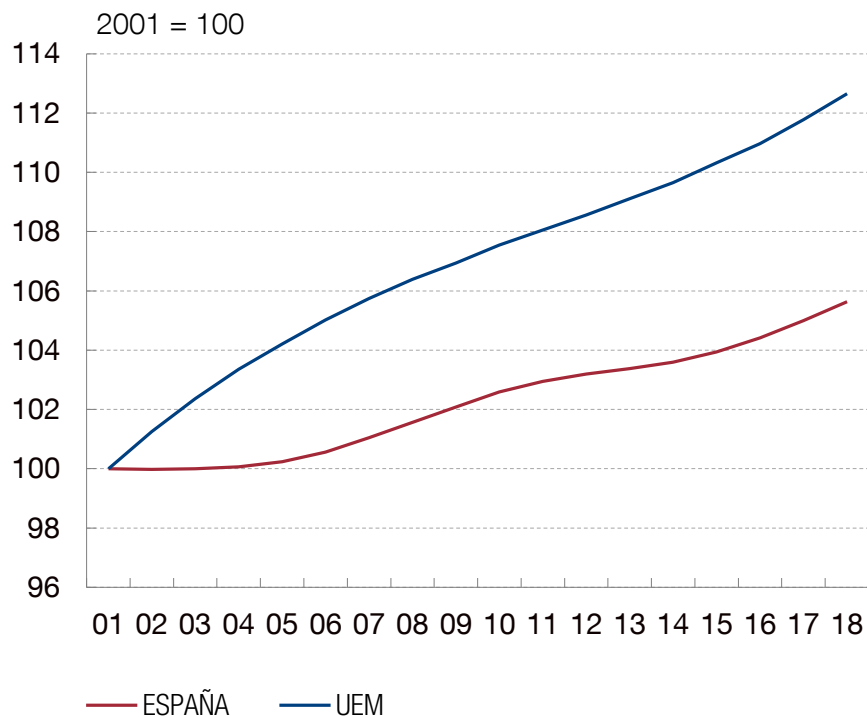
b Variación interanual del precio por metro cuadrado en el mes de diciembre. Datos de provincias. El dato relativo a Aragón es un promedio de sus provincias.

## SENDAS SIMULADAS DE DEUDA PÚBLICA EN UN ESCENARIO DE CONVERGENCIA AL OBJETIVO DE SALDO ESTRUCTURAL DE MEDIO PLAZO



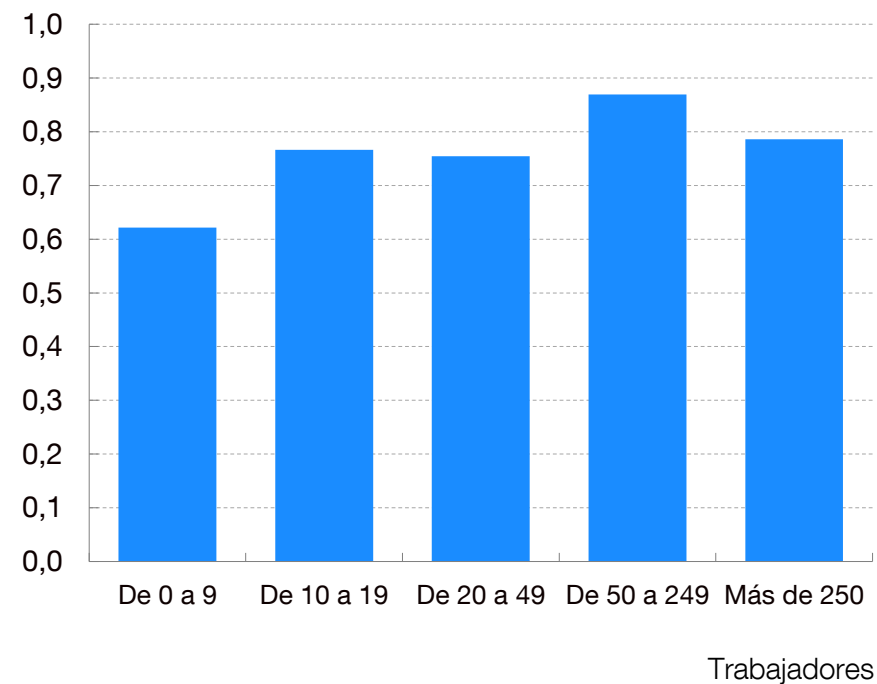
FUENTES: AIReF, Eurostat, Naciones Unidas, Instituto Nacional de Estadística, Seguridad Social y Banco de España.

## PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



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

## PRODUCTIVIDAD RELATIVA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

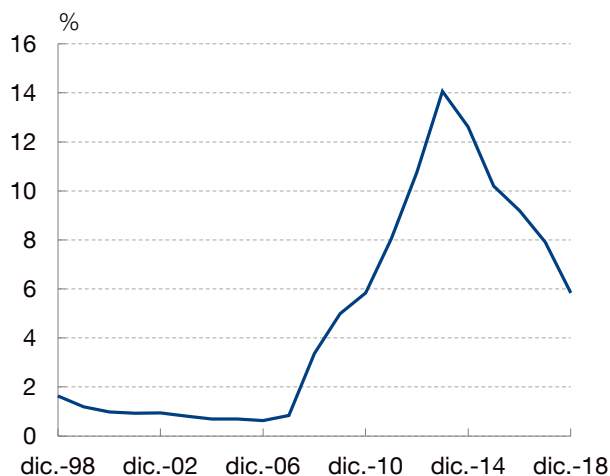


FUENTE: Eurostat.

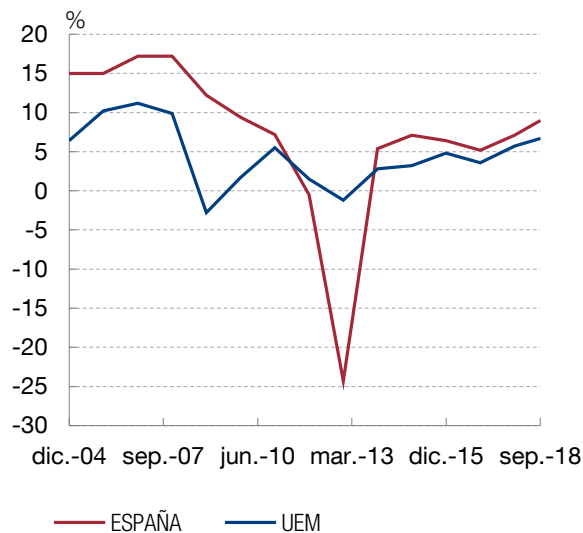


- Recuperación de la rentabilidad y reforzamiento del capital.
- Adaptación al nuevo entorno tecnológico y a la nueva estructura sectorial.
- Mejora de la reputación.

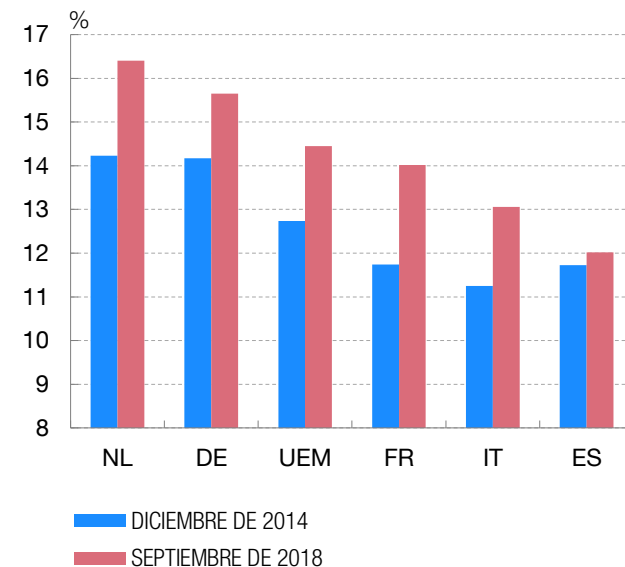
RATIO DE CRÉDITO DUDOSO DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE  
Datos individuales. Negocios en España



ROE  
Datos consolidados



RATIO CET1



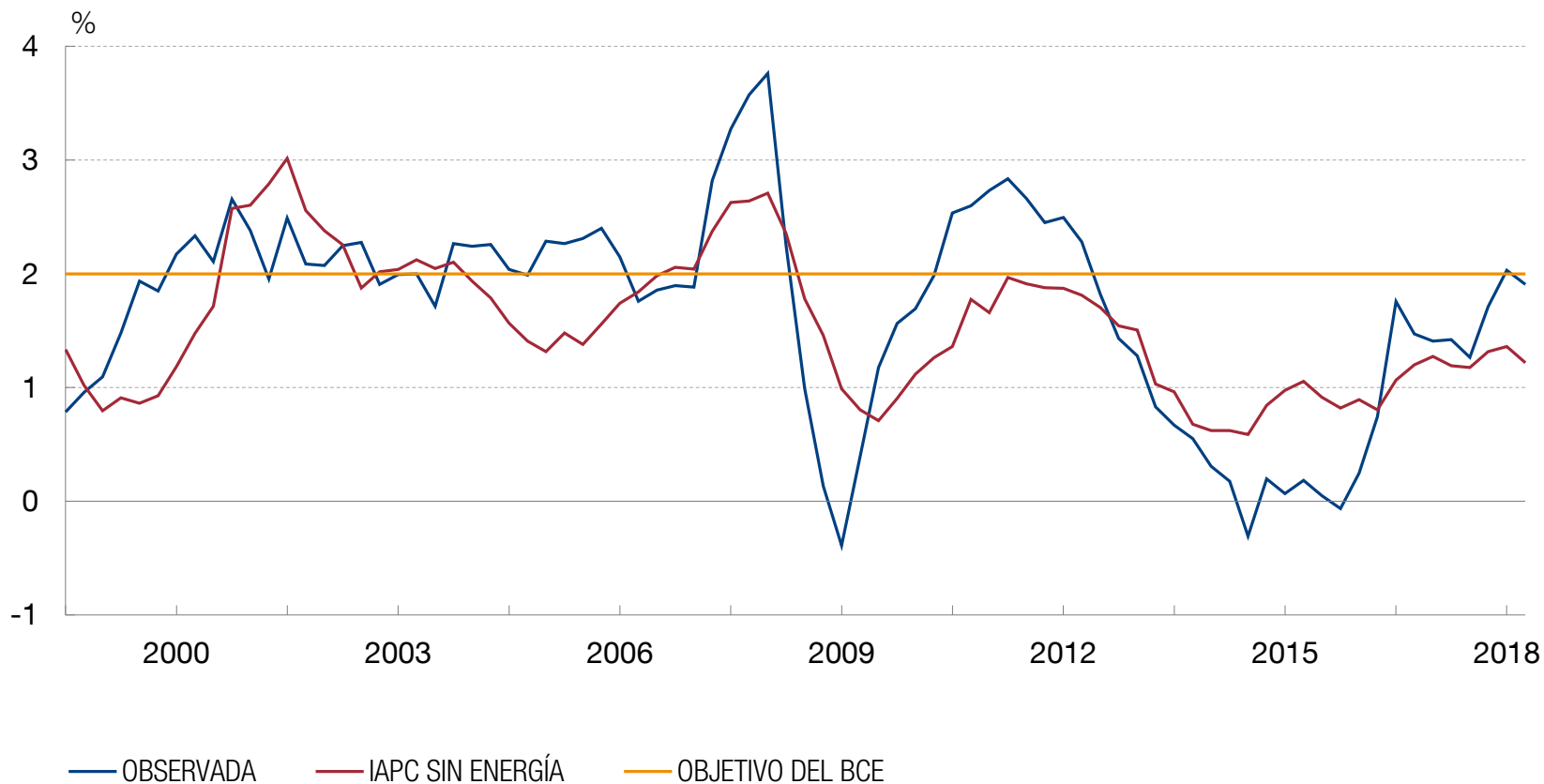
FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Banco de Pagos Internacionales.

FUENTE: Banco Central Europeo.

- Los avances en 2018 fueron modestos:
  - Ampliación de funciones del MEDE (papel en la supervisión de políticas económicas, respaldo financiero del FUR,...).
  - Avances en el diseño de un instrumento fiscal de apoyo a la competitividad y la convergencia.
  
- Persisten numerosas tareas pendientes:
  - Culminación de la Unión Bancaria, con un sistema común de garantía de depósitos.
  - Necesidad de avances en la Unión de Mercados de Capitales.
  - Superar la falta de consenso para la constitución de una función de estabilización cíclica:
    - > en general, la creación y consolidación de mecanismos de compartición y mitigación de riesgos a nivel del área ayudaría a paliar la actual escasez de activos seguros (idealmente, de carácter genuinamente paneuropeos).

## **CAPÍTULO 2**

# **LOS DETERMINANTES DE LA BAJA INFLACIÓN EN LA UEM Y EN ESPAÑA**



FUENTES: Eurostat y Area Wide Model Database.

## **CAPÍTULO 3**

# **EL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL MEDIO Y EN EL LARGO PLAZO**

- Las consecuencias de la severidad de la crisis para la política monetaria:
  - Tipos de interés en niveles históricamente reducidos (incluso negativos).
  - Tamaño de los balances históricamente elevado (compras de activos a gran escala y operaciones de provisión de liquidez, una vez que los tipos llegaron a su cota inferior efectiva –ELB–).
  
- Este contexto da lugar a desafíos para la política monetaria en el futuro:
  - Tipos de interés. Es probable que se sitúen persistentemente en un nivel más bajo que en el pasado (más cercano al ELB): el margen para reducir tipos ante futuras crisis será más reducido.
    - > ¿cambio de estrategia para hacer frente a un ELB (cada vez) más frecuente?
  - Tamaño y composición del balance. Argumentos para mantener un tamaño elevado o alternativamente retornar a las tendencias precrisis; cuál es la composición más adecuada.

## **CAPÍTULO 4**

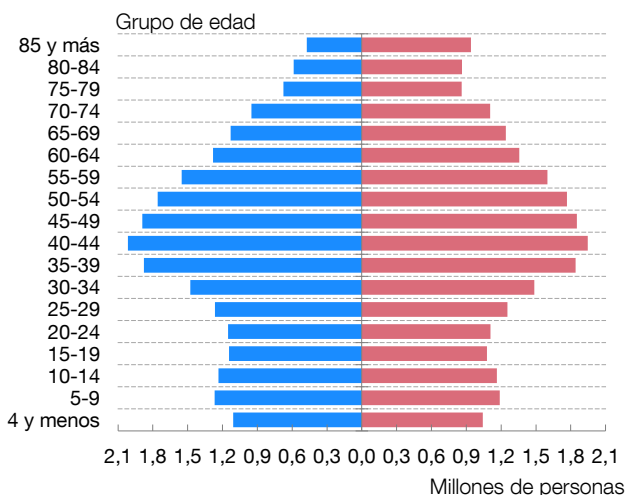
# **CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS**

- Disminución de la natalidad
- Aumento continuado de la longevidad
- Jubilación de *baby boomers*

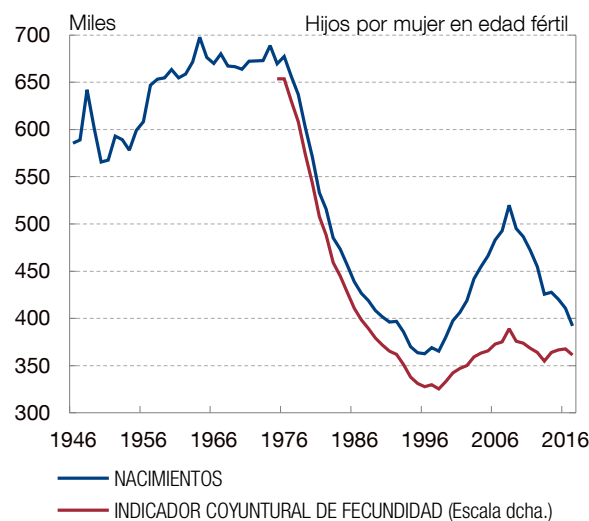


La ratio de población mayor de 65 años sobre población en edad de trabajar se duplicará en 2050

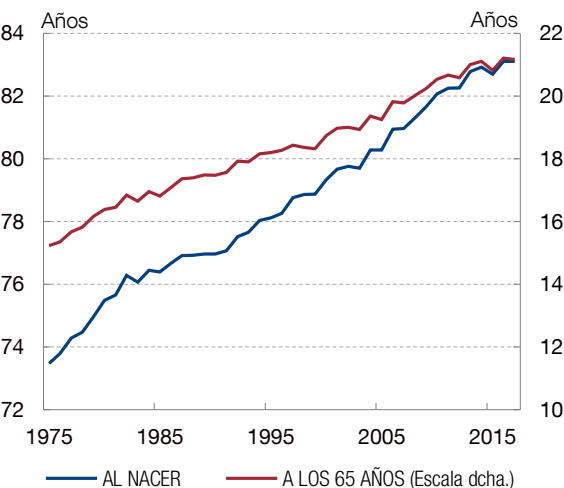
## ESPAÑA



## EVOLUCIÓN DE LA FECUNDIDAD EN ESPAÑA



## EVOLUCIÓN DE LA ESPERANZA DE VIDA EN ESPAÑA

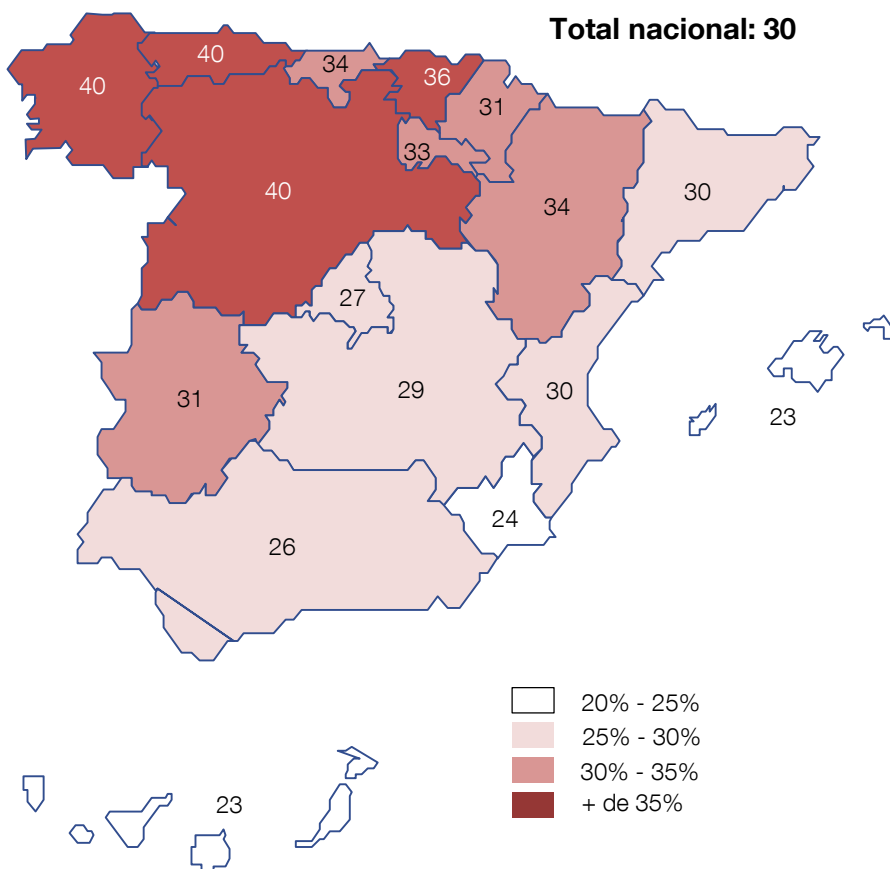


FUENTES: Comisión Europea, Naciones Unidas, Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

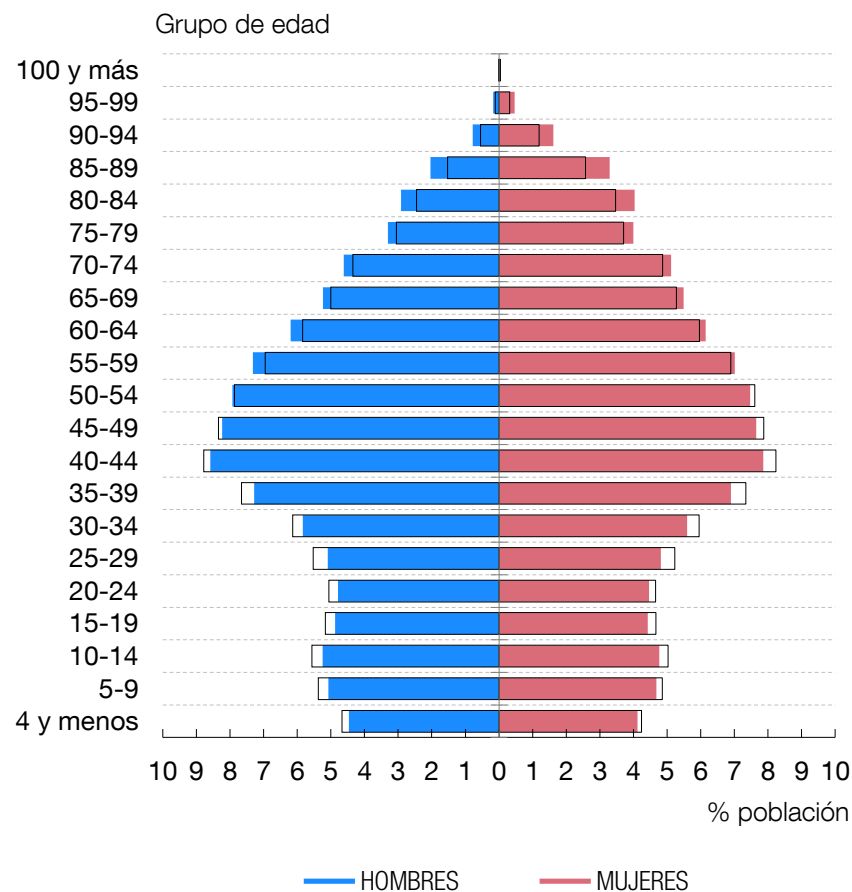
- Estos cambios demográficos tienen **consecuencias importantes**:
  - Sobre la oferta y la demanda agregadas de la economía: afectarán al consumo, a la inversión, al empleo, a la productividad y a la formación de salarios y precios.
  - Sobre el diseño de las políticas económicas: monetaria y fiscal.



## Población mayor de 65 años / Población en edad de trabajar (16-64 años). 2018



## Estructura de la población por edades: Aragón y conjunto de España

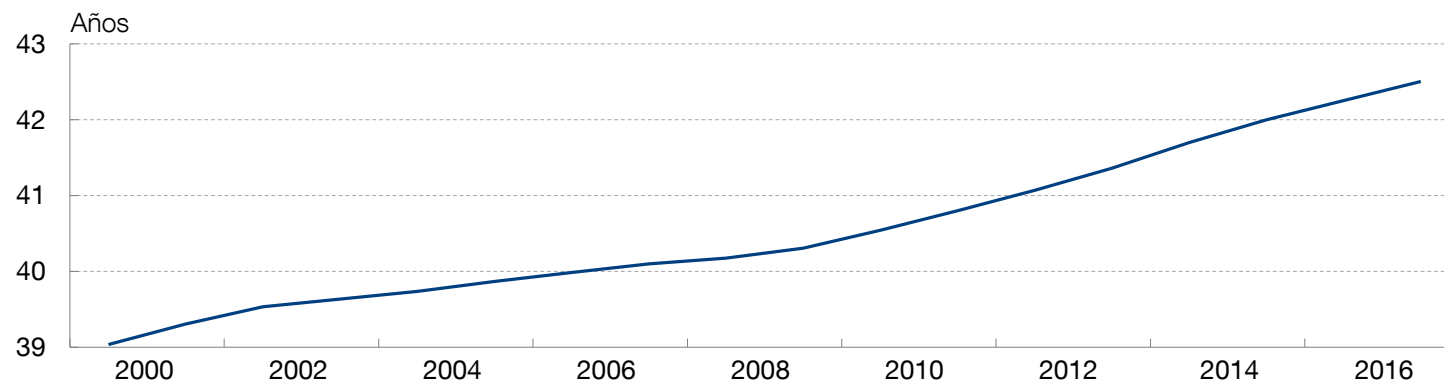


FUENTE: INE.

## Pilares básicos para una reforma:

- **Sostenibilidad financiera y social:** es necesario un mecanismo automático que garantice el equilibrio financiero, una vez incorporadas las preferencias sociales sobre el grado de suficiencia del sistema.
- **Contributividad, predictabilidad y transparencia:** Los beneficiarios deben contar con información clara y detallada sobre sus derechos futuros para poder planificar con suficiente anticipación.
- **Equidad intergeneracional:** Distribución equitativa de los costes y beneficios entre las generaciones actuales y las futuras, en un contexto demográfico tendente a favorecer medidas que se financien mediante transferencias intergeneracionales a favor de la población con mayor edad.

EVOLUCIÓN DE LA EDAD MEDIA EN ESPAÑA

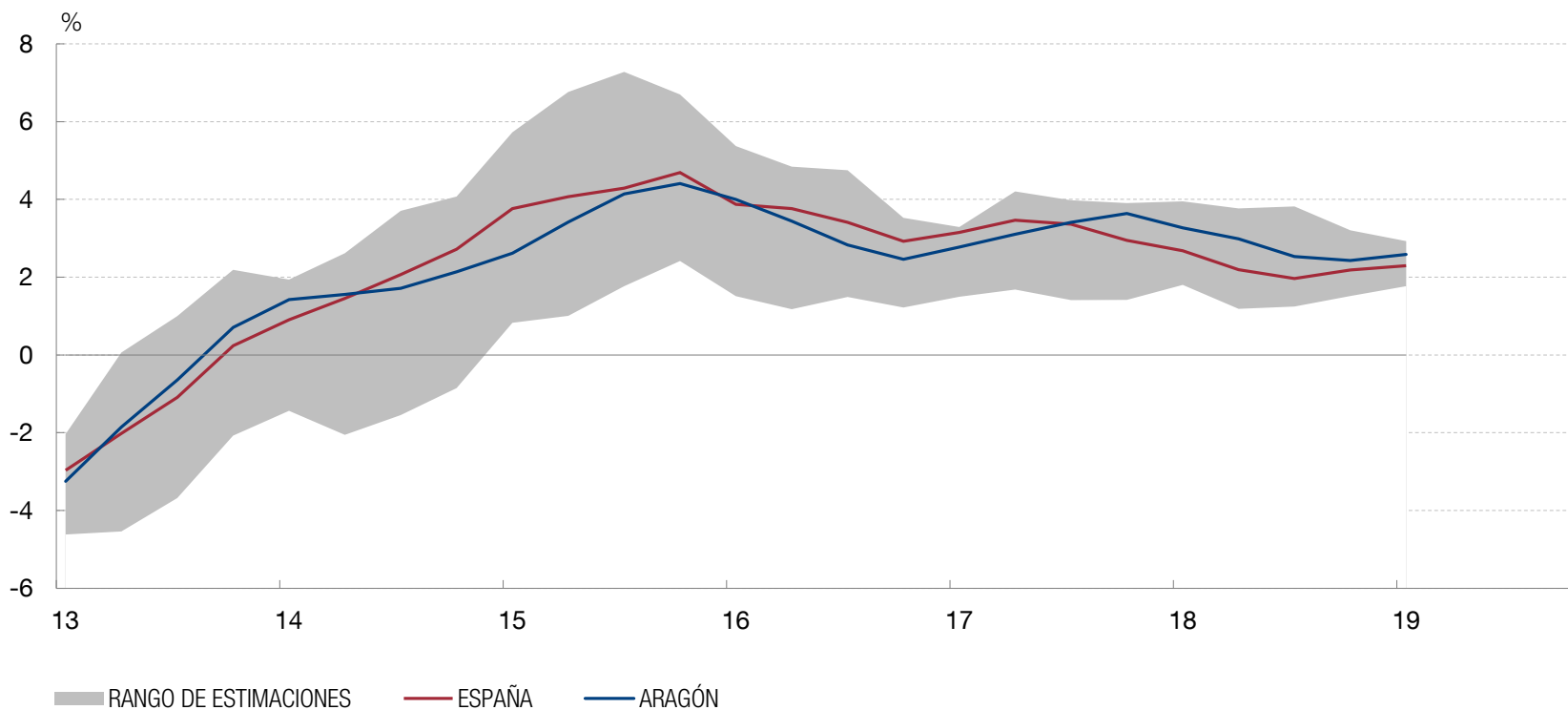


FUENTES: Centro de Investigaciones Sociológicas y Banco de España.





## CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



FUENTES: INE, Instituto Aragonés de Estadística y AIReF.

a El área sombreada representa el rango de estimaciones de crecimiento del PIB de todas las CCAA según la AIReF.

## DEMANDA AGREGADA

- Cambios en las pautas de ahorro y consumo.
- Disminución de la inversión y cambios en su composición (más intangibles, menos equipo y vivienda).
- Flujos internacionales de capital hacia países con poblaciones menos envejecidas (por mayores rentabilidad del capital y crecimiento de la productividad).

## OFERTA AGREGADA

- Reducción del crecimiento potencial por:
  - Menor crecimiento del empleo.
  - Posible impacto negativo sobre el crecimiento de la productividad.
- A futuro: cambios tecnológicos potencialmente muy disruptivos (robots, IA) interaccionan con envejecimiento -> ↑ productividad, ↓ innovación -> necesidad de políticas formativas.

## EFFECTOS DE LA EVOLUCIÓN DEMOGRÁFICA

### POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL

Alteración de la eficacia de las políticas de demanda

- Monetaria:
  - Prevalencia de menores tipos de interés.
  - Mayor aversión a la inflación.
- Fiscal:
  - Alteración del nivel y composición de ingresos y gastos.
  - Alteración de los multiplicadores fiscales.

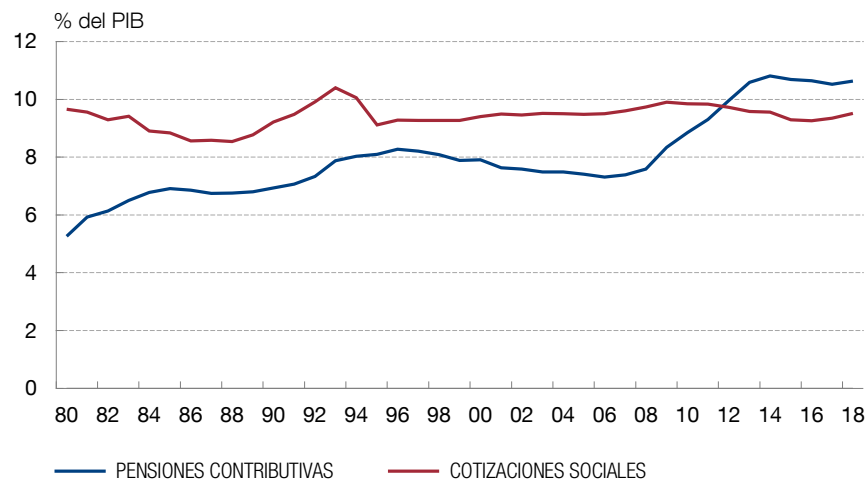
### POLÍTICAS SOCIALES

- Aumento notable del gasto en pensiones, sanitario, dependencia -> necesidad de reformar el sistema público de pensiones.  
↓
- Pero los gastos se financian con transferencias de rentas entre generaciones -> las reformas afectan al bienestar de las generaciones presentes y futuras.  
↓
- Búsqueda de modelos que distribuyan costes con equidad intergeneracional.

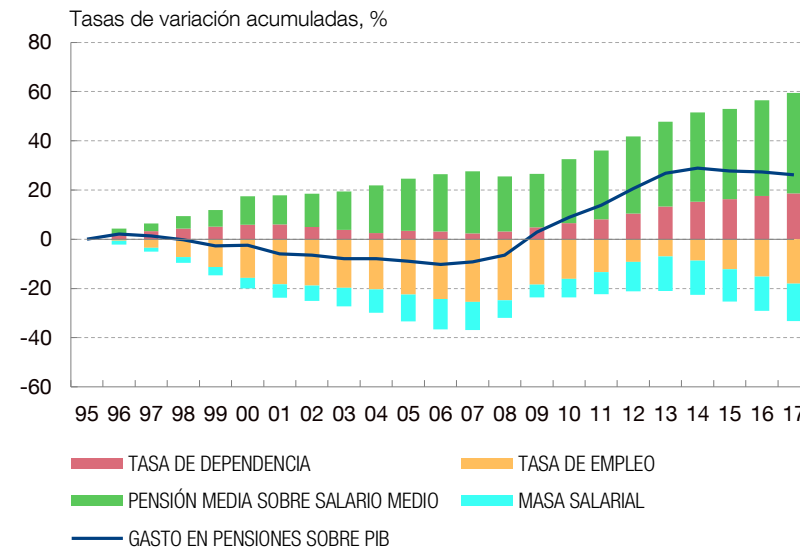
Las cuentas de la Seguridad Social registraron déficits crecientes a partir del año 2011, situándose en el 1,5% del PIB en 2018:

- **Gasto en pensiones sobre PIB:** incremento que se explica por el aumento de la tasa de dependencia y de la ratio entre pensión media y salario medio.
- **Recaudación por cotizaciones sociales sobre PIB:** ligera caída desde la crisis por menor masa salarial.

INGRESOS POR COTIZACIONES Y GASTO EN PENSIONES CONTRIBUTIVAS



EVOLUCIÓN DE LOS DETERMINANTES DEL GASTO EN PENSIONES



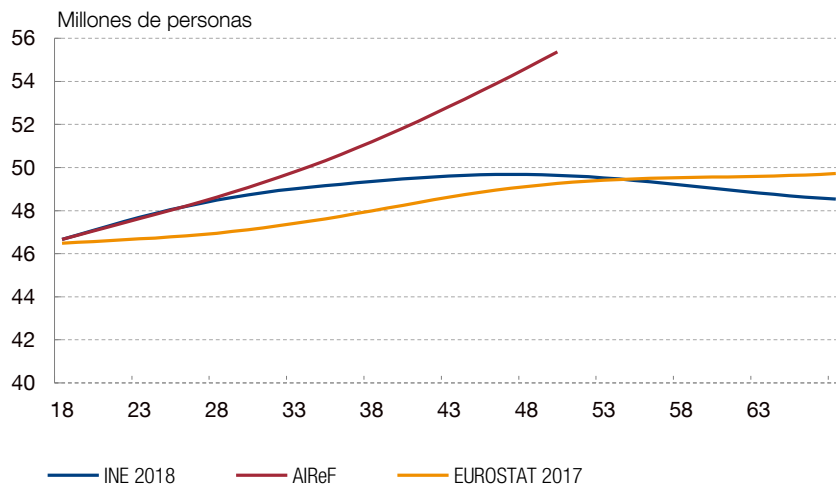
FUENTES: Seguridad Social y Cuentas Nacionales.

FUENTES: Seguridad Social e Instituto Nacional de Estadística.

La **tasa de dependencia** en España se duplicará en las próximas décadas.

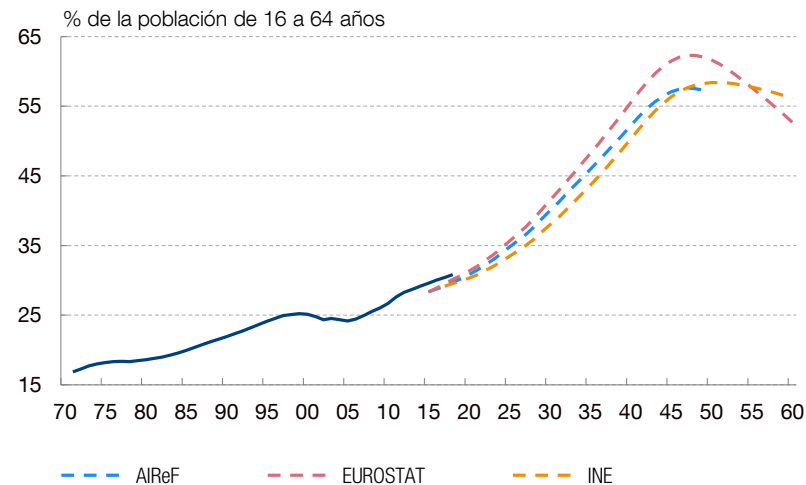
- Manteniendo el resto de factores constantes, la **evolución demográfica implicaría un aumento del gasto en pensiones entre 7,6 y 13,5 pp de PIB en 2050** (escenarios en el percentil 20 y 80 de la AIReF, respectivamente).

### PROYECCIONES SOBRE LA POBLACIÓN TOTAL



Fuentes: Eurostat, AIReF, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

### PROYECCIONES SOBRE LA TASA DE DEPENDENCIA



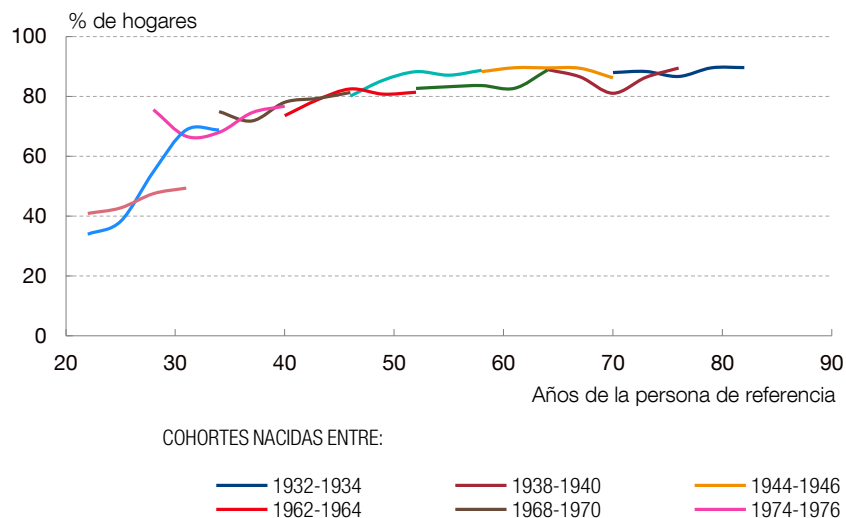
Fuentes: Eurostat, AIReF, Naciones Unidas, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



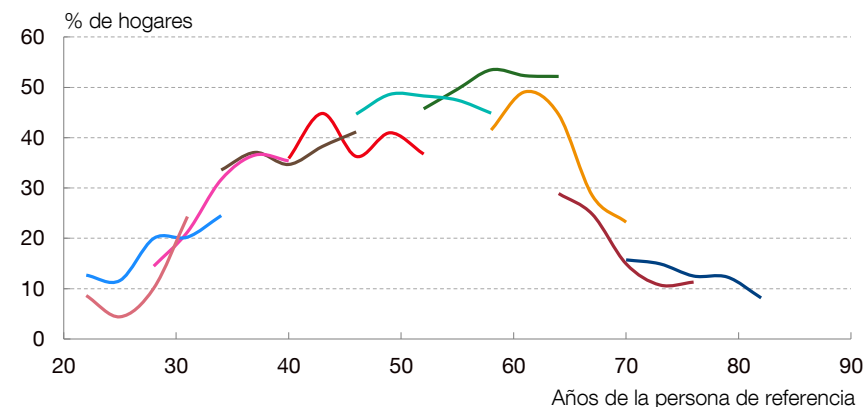
## El papel central de los activos inmobiliarios en el ahorro de las familias.

- Un porcentaje muy elevado de los hogares españoles son **propietarios de su vivienda principal**.
- La vivienda gana peso en las carteras de activos conforme aumenta la edad, **reduciendo el grado de liquidez de la riqueza del hogar**, especialmente en los niveles de renta más bajos.
- Existe margen para que la innovación financiera posibilite, en mayor medida que hasta el momento, **la conversión de riqueza ilíquida en rentas corrientes**, en las edades más avanzadas.

DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE VIVIENDA PRINCIPAL, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR



DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS EXCLUYENDO RENTA FIJA Y DEPÓSITOS, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR



FUENTES: Barceló, Bover, Guner, Kocharkov y Villanueva (2019).