

# INFORME ANUAL 2018

**Óscar Arce**  
Director General

28 de mayo de 2019



# ÍNDICE

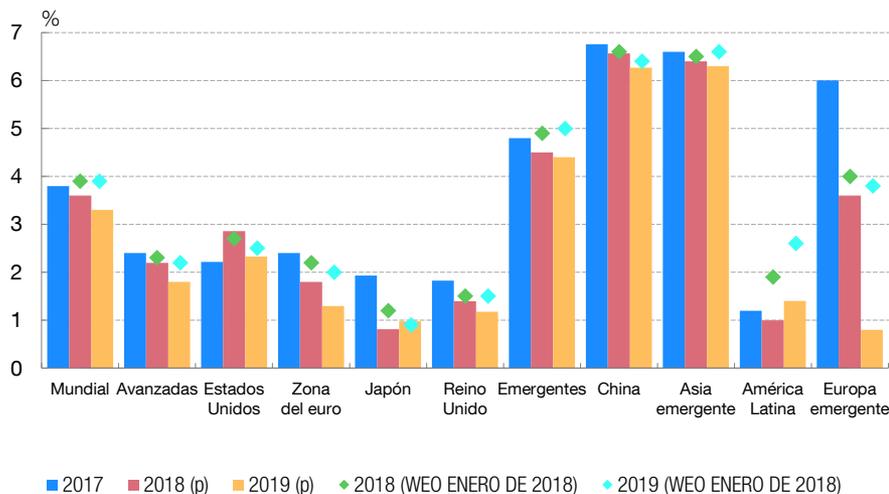
1. **Capítulo 1. La economía española ante el entorno global incierto: evolución reciente, perspectivas y retos**
2. **Capítulo 2. Los determinantes de la baja inflación en la UEM y en España**
3. **Capítulo 3. El diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo**
4. **Capítulo 4. Consecuencias económicas de los cambios demográficos**

## **CAPÍTULO 1**

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

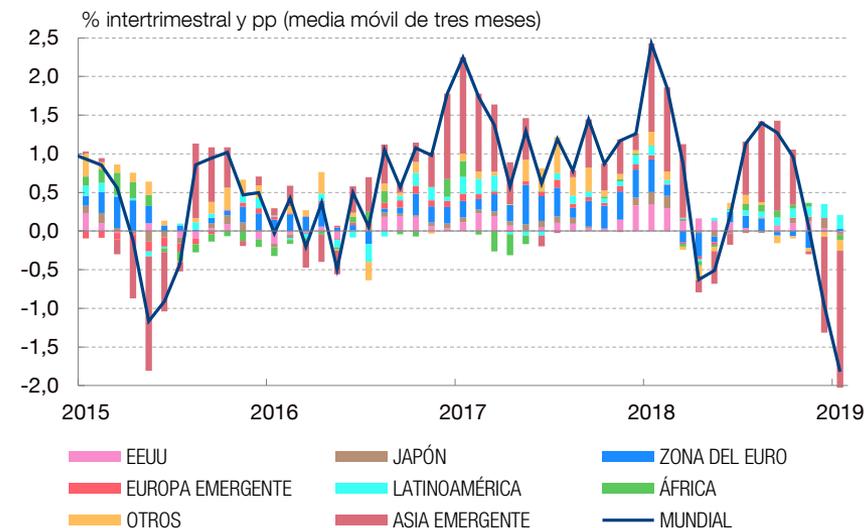
- El crecimiento del PIB mundial se ha moderado desde inicios de 2018, con distinta intensidad según las áreas geográficas (mayor en economías emergentes vulnerables y en el área del euro).
- La ralentización ha sido más pronunciada en el caso del comercio, hasta tasas negativas al cierre del año.
- Causas principales: **tensionamiento de las condiciones financieras globales** y **conflictos comerciales**.
- En **China**, la pugna comercial ha coincidido con el intento de lograr un desapalancamiento ordenado. Una desaceleración más intensa tendría un impacto global significativo, a través de los canales comercial, financiero y de los precios de las materias primas en los emergentes que las producen (recuadro 1.1).

CRECIMIENTO DEL PIB



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

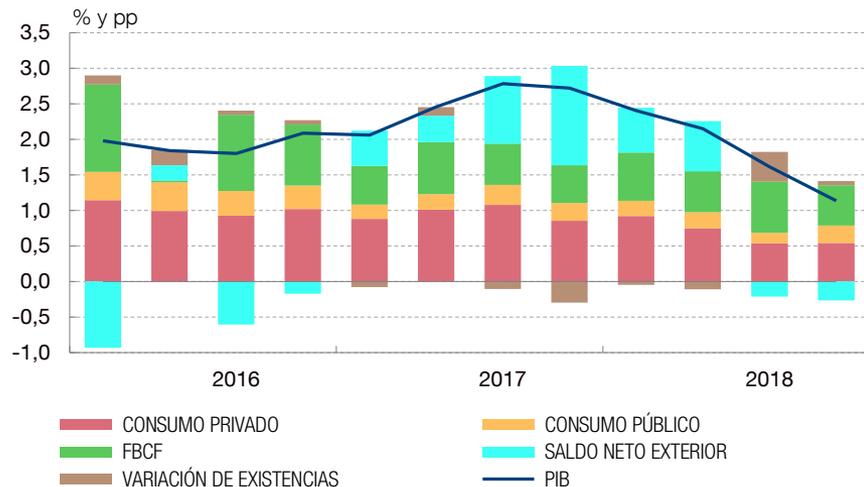
CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL. EVOLUCIÓN POR ÁREAS



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

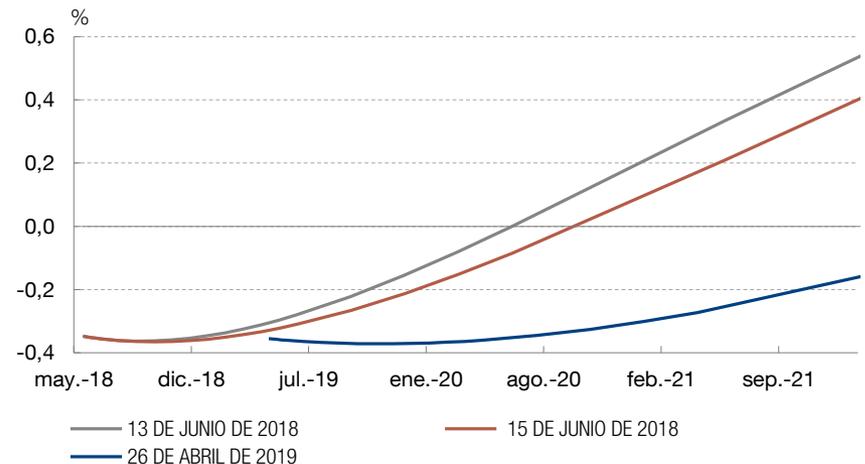
- La eurozona ha acusado especialmente el aumento de la incertidumbre y la desaceleración global: el crecimiento interanual **se desaceleró desde el 2,7% a finales de 2017 hasta el 1,2% un año más tarde.**
- Las **exportaciones del área del euro** se han visto penalizadas por su **elevado grado de apertura**, su **especialización geográfica** y por **productos** y por la **apreciación acumulada del euro.**
- Además, se produjeron **perturbaciones idiosincrásicas** que afectaron a algunas economías (en especial Italia y Alemania).
- El BCE mantuvo una **política monetaria** muy acomodaticia, logrando que la curva de tipos de interés evolucionara en sintonía con sus indicaciones. La **política fiscal** mantuvo un tono neutral en 2018.

ÁREA DEL EURO. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



FUENTE: Comisión Europea.

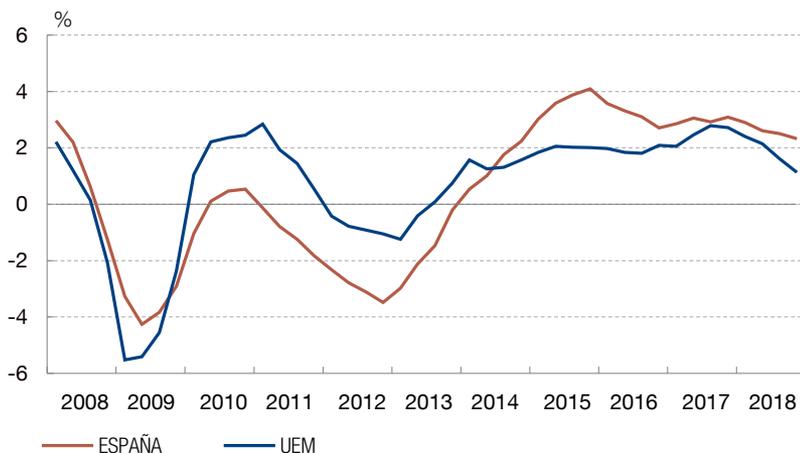
EXPECTATIVAS DE LOS TIPOS A UN DÍA (OIS FORWARD INSTANTÁNEO)



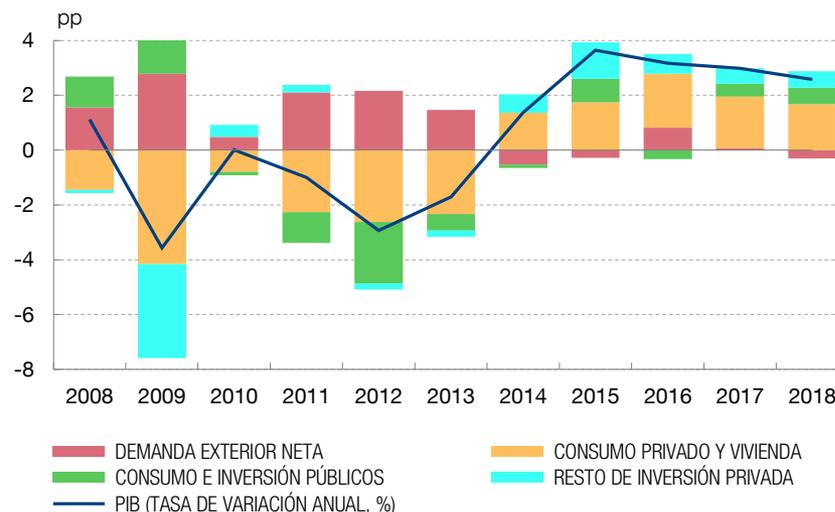
FUENTES: IFM Datastream, Banco Central Europeo, Banco de España y Comisión Europea.

- El crecimiento del PIB en 2018, del 2,6%, fue 0,4 pp menor que el de 2017, pero 0,2 pp mayor que el previsto por el Banco de España un año antes (y superó, por quinto año consecutivo, al del área del euro).
- En todo caso, la composición fue muy distinta de la esperada:
  - Las exportaciones experimentaron, como en el área del euro, una notable desaceleración.
  - La fortaleza de la demanda interna compensó con creces esa evolución.

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



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



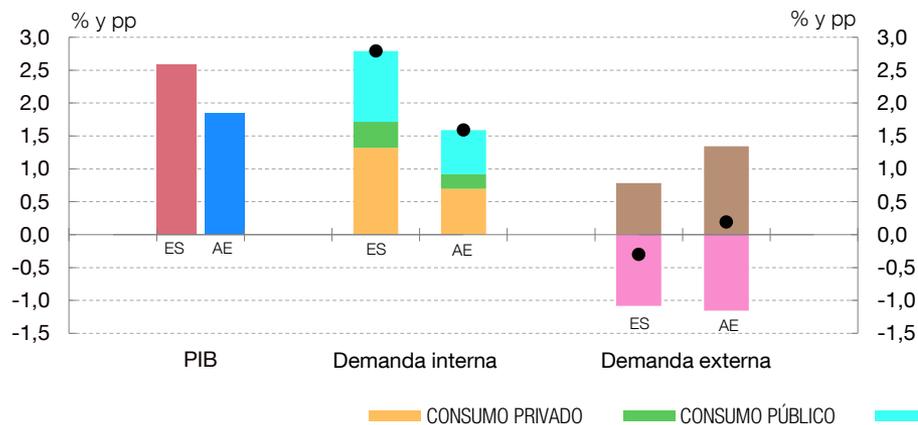
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Factores que explican el mejor comportamiento relativo frente a la UEM (recuadro 1.2).

- Factores **comunes (ES y UEM)**: el empeoramiento de los mercados exteriores podría incluso haber restado algo más de PIB en España (-0,3 pp) que en los 3 mayores países del área del euro (-0,2 pp).
- Factores **idiosincrásicos**:
  - **Perturbaciones negativas en algunas economías del área del euro.**
  - El papel de la **política fiscal**: mayor consumo público de lo previsto y transferencias netas a hogares superiores a lo anticipado (entre 0,2-0,3 pp de PIB).
  - La **fortaleza del consumo privado**, tanto con cargo a rentas **presentes (descenso de la tasa de ahorro)** y **futuras (expansión del crédito)**: unos 0,3 pp de PIB.

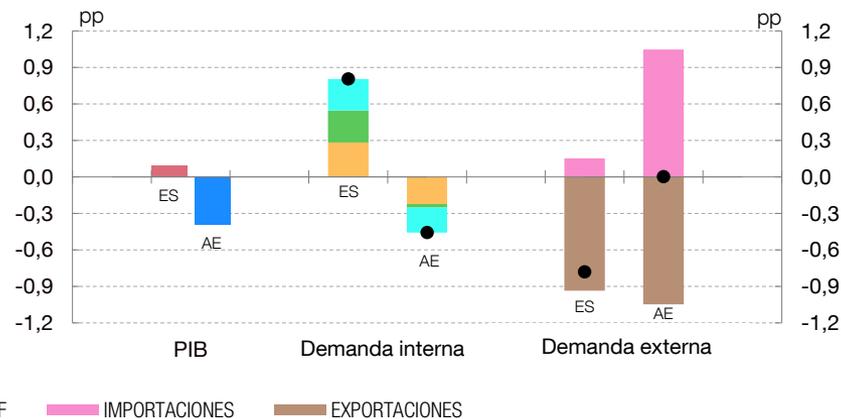
ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE): PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA EN 2018

Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones



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

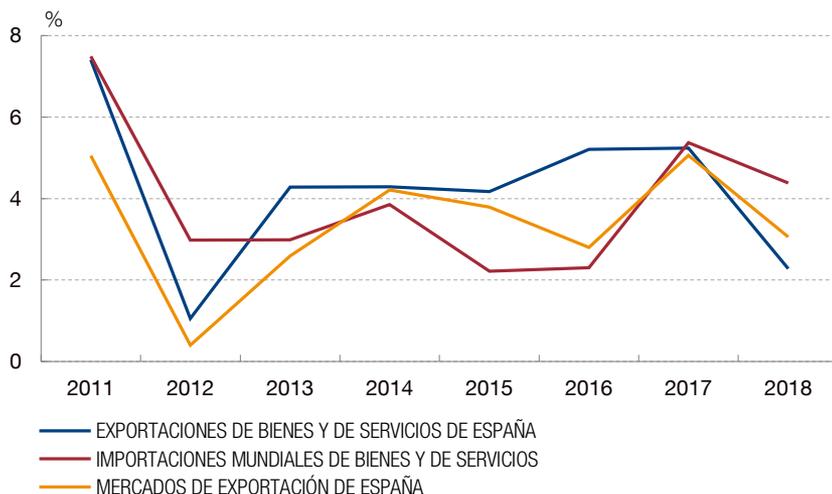
Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones



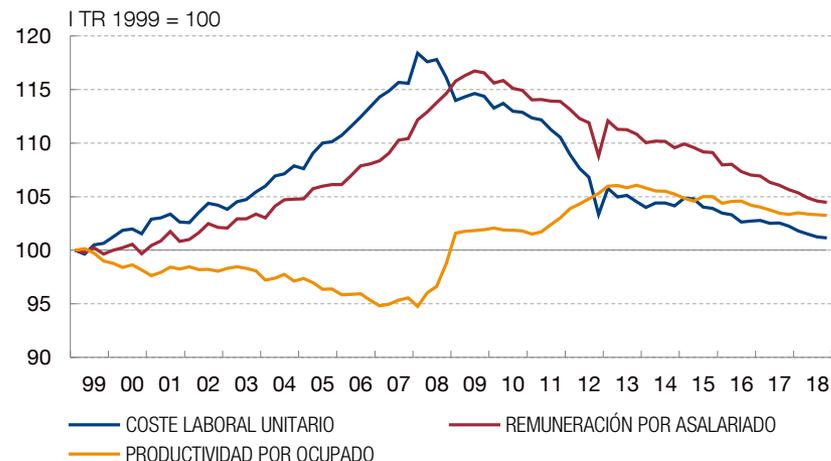
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

- La pérdida de vigor de las ventas al exterior se explica por:
  - La **ralentización de los mercados exteriores españoles**, mayor que la del comercio mundial.
  - La **apreciación del euro (TCEN)** en 2017-2018, cuyo impacto ha podido verse reforzado por la especialización en bienes de contenido tecnológico medio-bajo (demanda más sensible al precio).
  - Esta evolución, junto con el encarecimiento del crudo, **está reduciendo el superávit exterior**.
  - No obstante, **se mantienen ciertos elementos estructurales positivos**: mejora de competitividad-coste frente al conjunto del área del euro y ampliación de la base exportadora.

EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES  
Tasas de variación en términos reales



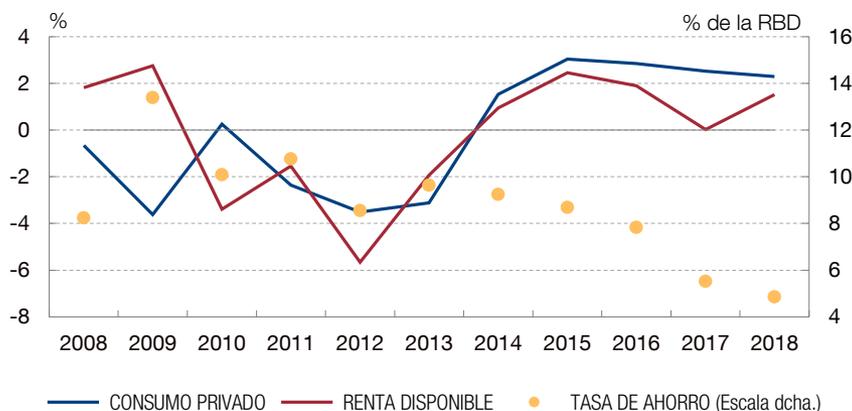
COSTES LABORALES UNITARIOS DE LA ECONOMÍA TOTAL RELATIVOS.  
ESPAÑA/UEM  
Niveles relativos



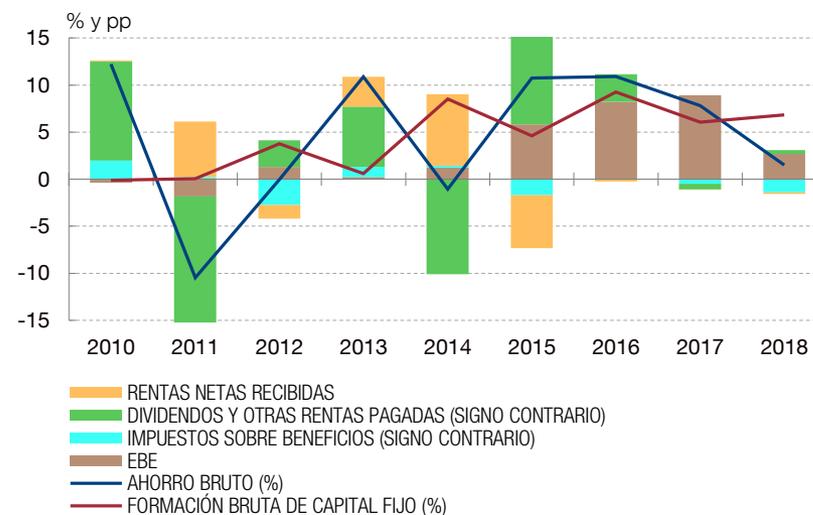
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística, ICEX y Banco de España.

- **Determinantes del gasto de hogares y empresas:**
  - **Condiciones financieras holgadas:** tipos de interés reducidos, elevada accesibilidad al crédito.
  - **Mejora de la posición patrimonial** de hogares y empresas –desendeudamiento– y aumento del precio de la vivienda (hogares).
  - **Rentas:** aceleración, en el caso de los hogares, por mayor crecimiento salarial y mayores transferencias de AAPP; cierta debilidad de las rentas de las sociedades.
- **Consumo privado:** elevado dinamismo, en parte debido al descenso de la tasa de ahorro a mínimos históricos y al crecimiento elevado del crédito al consumo.
- **Inversión empresarial:** mantuvo un buen ritmo de avance, en un contexto en que el menor dinamismo del ahorro empresarial fue compatible con el mantenimiento de capacidad de financiación del sector.

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



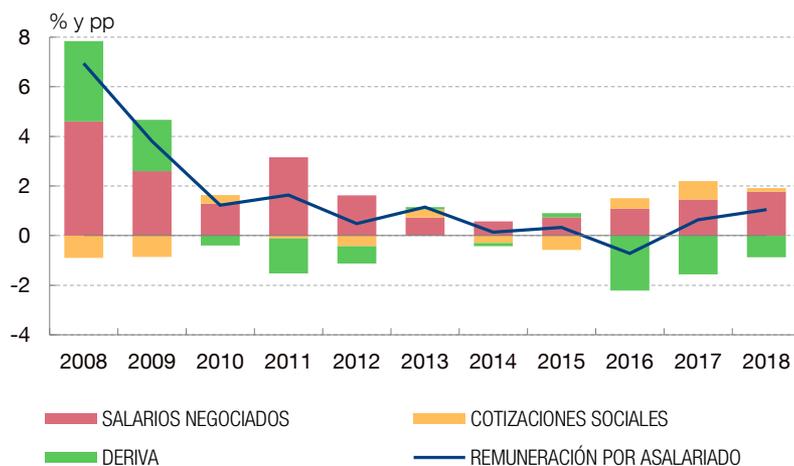
AHORRO EMPRESARIAL Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO  
Crecimiento nominal y contribuciones



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

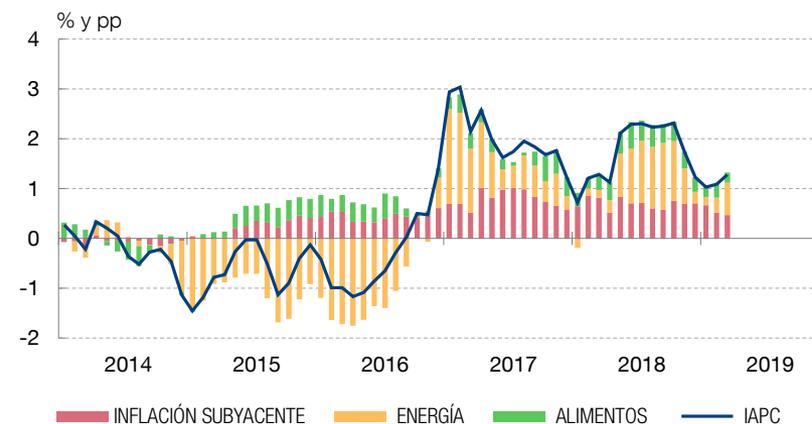
- **Cierta aceleración de la remuneración por asalariado** en la economía de mercado: 1% en el sector privado (0,4% más que en 2017).
  - Repunte de los **salarios negociados** en convenio y reducción de la **deriva salarial** negativa.
- La **aceleración de los CLUs no está generando inflación**, por la moderación de los márgenes empresariales.
- Las oscilaciones del precio del petróleo se han trasladado al IAPC, pero la **inflación subyacente muestra crecimientos, en general, modestos**.

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.

- Los factores clave que explican la solidez de la recuperación:
  - 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 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.
- Estos factores se han visto potenciados por otros **con un mayor grado de transitoriedad**:
  - Políticas expansivas de demanda (monetaria y fiscal).
  - Algunos factores exógenos transitorios (“vientos de cola”).

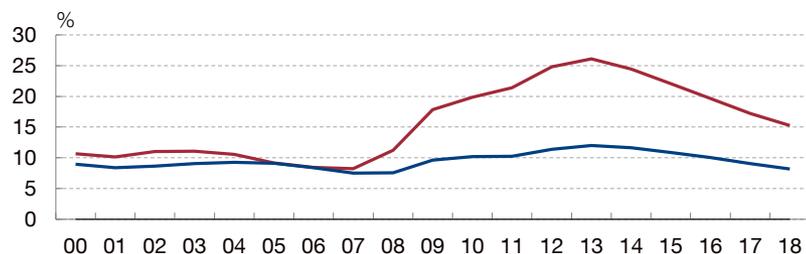
Estos factores facilitaron la corrección de los desequilibrios generados durante la fase expansiva:

- **Mejora competitiva**, que ha favorecido la generación recurrente de superávits externos.
- Intenso **saneamiento patrimonial de empresas y familias**.
- Reestructuración **del sector bancario** y recuperación notable de la **calidad de sus activos**.

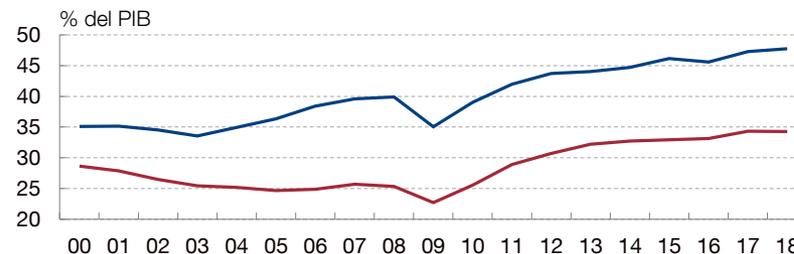
Como resultado:

- **Elevado dinamismo del empleo**, asociado a las mejoras en el funcionamiento del mercado de trabajo.
- **Un crecimiento más equilibrado**: Aumento del peso de las exportaciones y de la inversión en equipo, reducción de la participación del sector de la construcción.

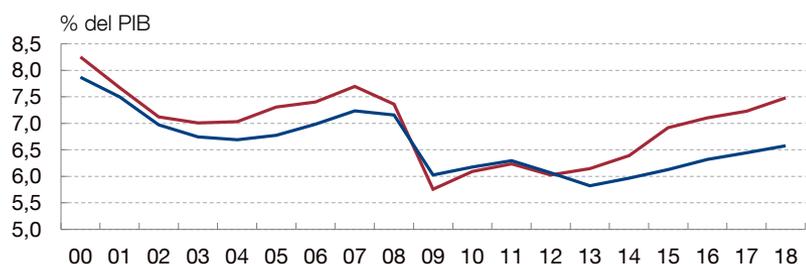
TASA DE PARO



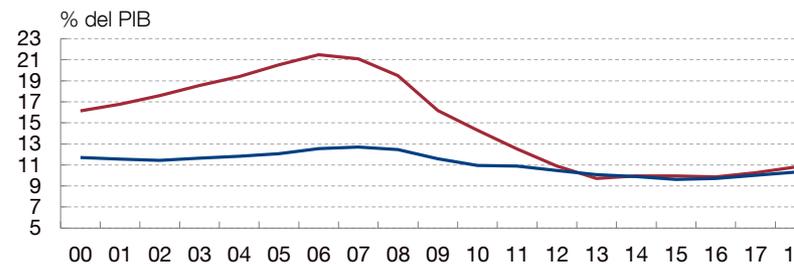
EXPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN BIENES DE EQUIPO



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN CONSTRUCCIÓN



— ESPAÑA

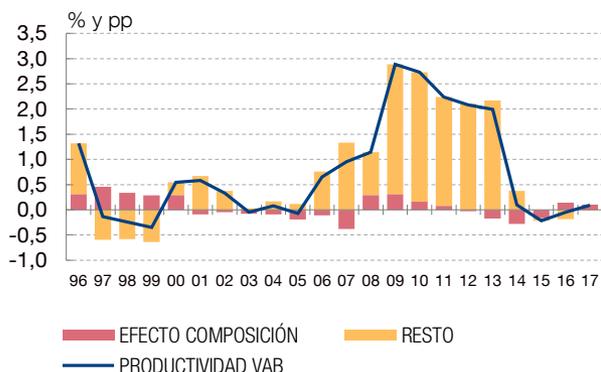
— UEM

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

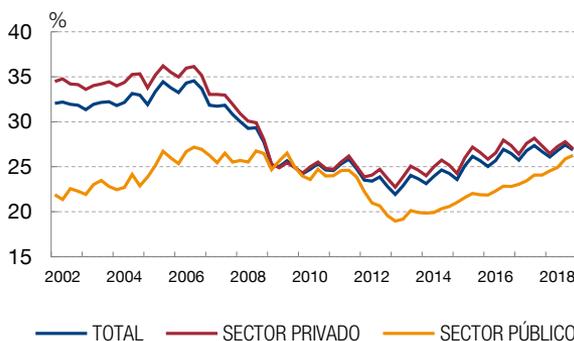
- A futuro, el margen de estímulos adicionales monetarios y fiscales es limitado, mientras que algunos “vientos de cola” (precio del crudo, crecimiento de los mercados exteriores, etc.) se desvanecen, al mismo tiempo que persisten importantes focos de riesgo (especialmente, en el entorno exterior).
- 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).
    - No toda la sociedad ha participado por igual de los beneficios de la recuperación: 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**, dado que la composición del crecimiento del empleo por sectores está siendo similar a la de otros ciclos expansivos (construcción y ciertas ramas de servicios, como hostelería) (**recuadro 1.3**).
  - Escasa diferenciación de los crecimientos salariales**, a pesar de la heterogeneidad en las condiciones específicas de empresas y sectores.
- El **desempleo sigue siendo muy elevado**, sobre todo para ciertos colectivos (jóvenes, mayores, poco cualificados), en los que se concentra el **paro de larga duración** -> **necesidad de mejorar la empleabilidad** de estos grupos para mitigar el **desajuste** entre las capacidades de los desempleados y la demanda de empleo.
- Excesiva contratación temporal y parcialidad involuntaria** -> necesidad de medidas que aumenten el atractivo de la contratación indefinida, a la vez conservando flexibilidad para ajustar costes laborales ante perturbaciones negativas.
- Algunos rasgos algo más favorables**: en 2018, estabilización de la temporalidad en el sector privado, reducción de la ratio de parcialidad, aumento de la conversión de temporales en indefinidos.

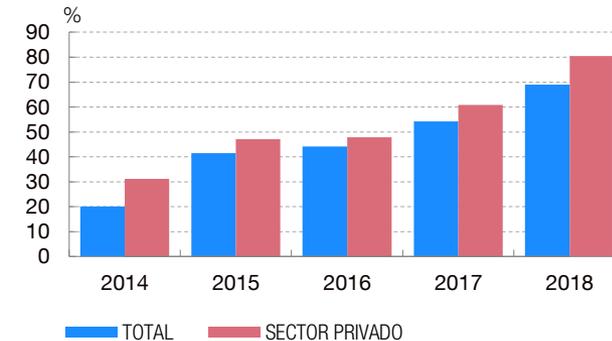
TASA DE VARIACIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL VAB Y EFECTO COMPOSICIÓN



RATIO DE TEMPORALIDAD



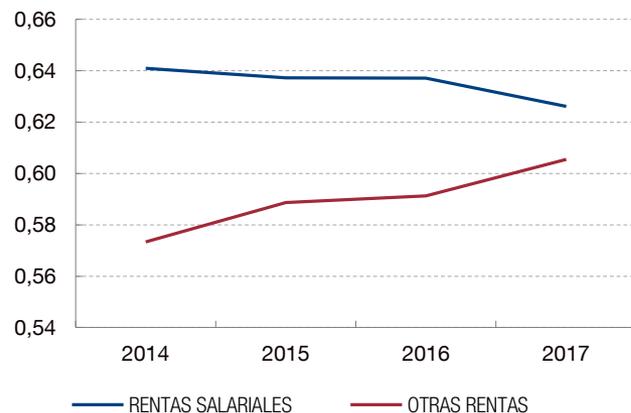
VARIACIÓN ANUAL DEL EMPLEO TOTAL DEBIDA A LOS EMPLEOS INDEFINIDOS



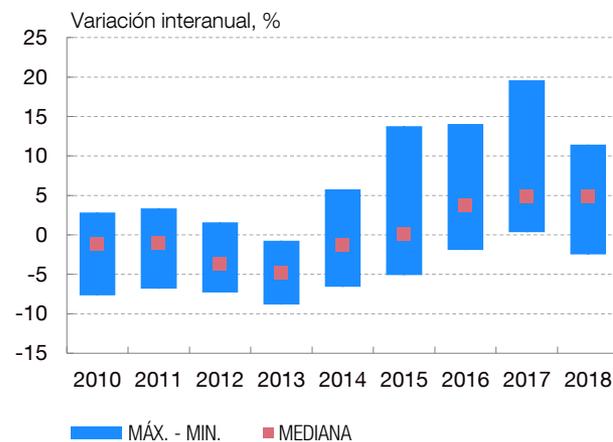
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (CNTR y EPA).

- Se han reducido los índices de desigualdad de las rentas salariales -por el aumento de las horas trabajadas-, pero la desigualdad en renta per cápita sigue siendo elevada -por el menor crecimiento de las rentas no salariales para el colectivo de menores ingresos- (recuadro 1.4).
- Para los hogares con menores recursos, a los que afectan más las debilidades del mercado de trabajo, se unen las dificultades de acceso a la vivienda, en particular, la escasez de oferta de alquiler.

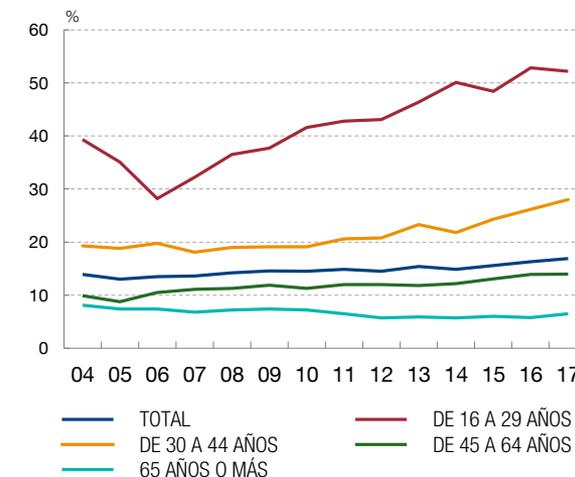
ÍNDICE DE GINI DE LA RENTA SALARIAL TOTAL DEL HOGAR Y DE OTRAS RENTAS DEL HOGAR



PRECIO DEL ALQUILER DE VIVIENDA



PORCENTAJE DE LOS HOGARES EN ALQUILER, POR EDAD

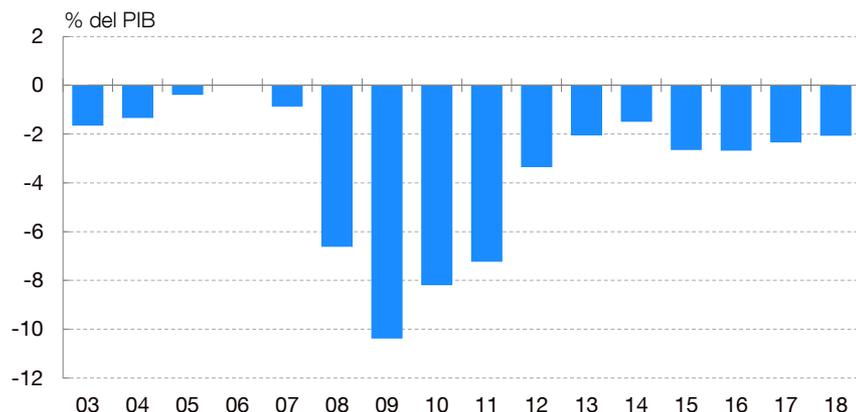


FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal, Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (MCVL), Instituto Nacional de Estadística (EPA) y Banco de España.

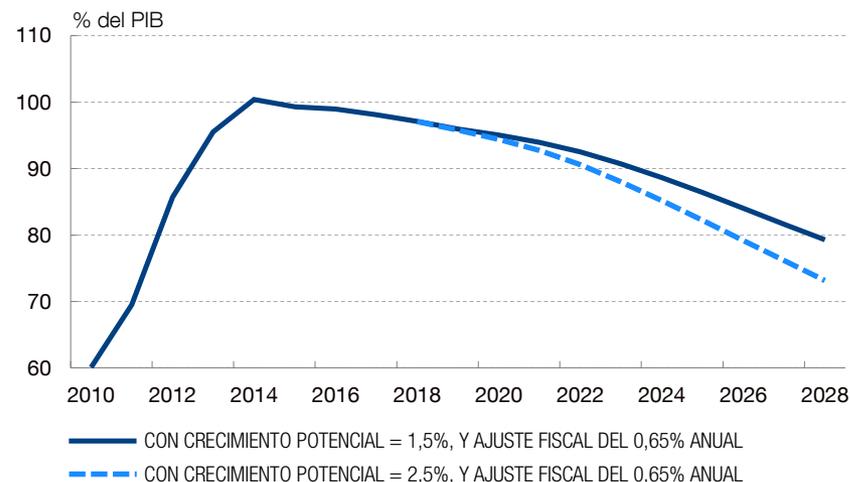
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (ECV), Idealista y Banco de España.

- La corrección del déficit público en los últimos años se ha debido al ciclo económico y a la reducción de la carga por intereses -> apenas se han corregido el déficit estructural o la ratio de deuda sobre PIB.
- Además, entre otras consecuencias, el envejecimiento poblacional comportará efectos presupuestarios importantes (capítulo 4).
- Por ello, es necesario establecer sin demora un programa de medio plazo de corrección de los desequilibrios fiscales para crear margen de maniobra ante posibles escenarios adversos.
- Ese programa debería ser compatible con una revisión en profundidad de ingresos y gastos para reorientarlos en mayor medida al crecimiento económico.

SALDO ESTRUCTURAL DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



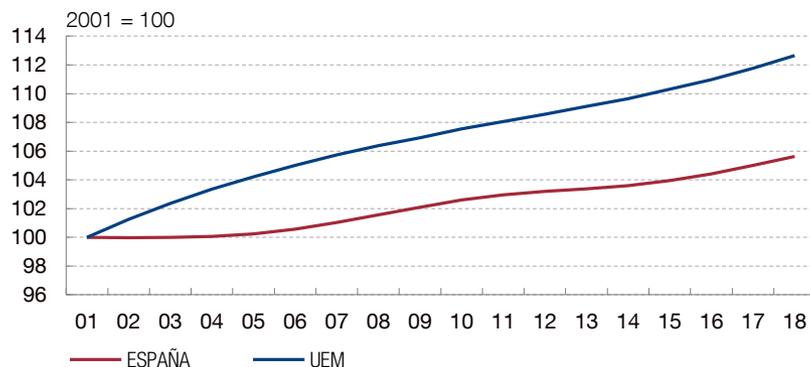
SENDAS SIMULADAS DE DEUDA PÚBLICA EN UN ESCENARIO DE CONVERGENCIA AL OBJETIVO DE SALDO ESTRUCTURAL DE MEDIO PLAZO



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

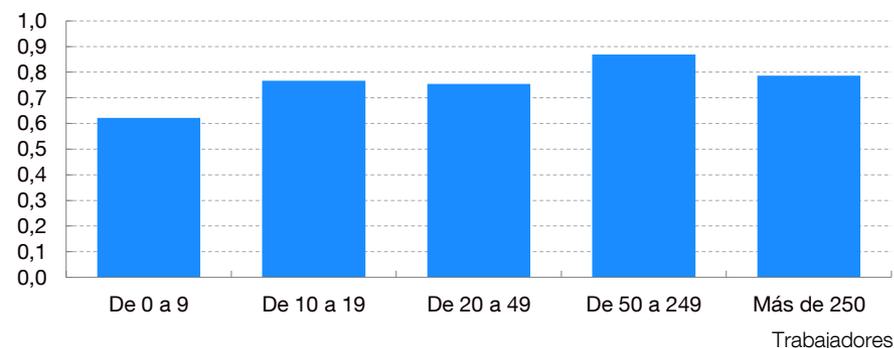
- Desde la crisis, las mejoras de competitividad se han basado en la moderación de costes salariales y financieros: **Las ganancias de productividad deben tomar el relevo.**
- En la recuperación**, las mejoras genuinas de productividad han sido **mayores** que en la fase expansiva anterior, pero aún así **modestas**:
  - La Productividad Total de los Factores ha crecido un 0,4% anual en promedio entre 2013-2018 (0,6 % en el área del euro).
- Estas mejoras de productividad se han debido a la **reasignación de factores a empresas más productivas.**
- Pero la **productividad media de las empresas no ha mostrado avances significativos en relación con el área del euro** (independientemente del tamaño). Entre las **causas**:
  - Déficit de **capital humano**: ha tendido a corregirse algo, por mejora del nivel educativo medio de la población.
  - Déficit de **capital tecnológico**: por el contrario se amplía (lo que está relacionado con la baja inversión en I+D).
- La **excesiva temporalidad** tiene efectos negativos sobre los incentivos a la inversión en capital humano y tecnológico: Es una de las causas últimas de la menor productividad.

PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



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

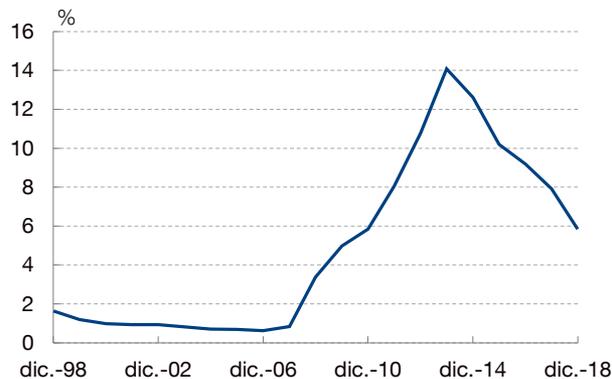
PRODUCTIVIDAD RELATIVA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS



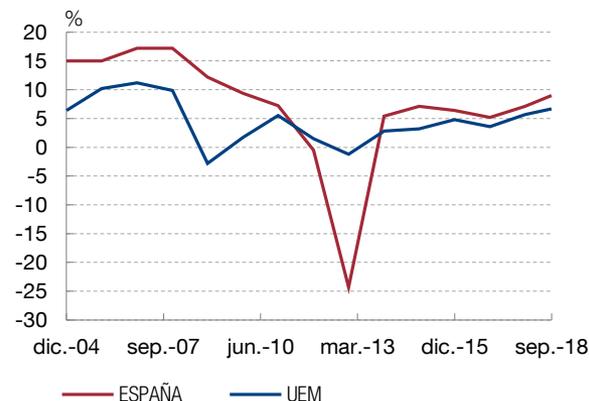
FUENTE: Eurostat.

- Durante la recuperación, se ha reforzado la situación financiera del sector:
  - El ciclo impulsa la mejora de la capacidad de pago de los prestatarios y la valoración de los activos -> **recuperación de la rentabilidad**.
- Sin embargo, **los retos siguen siendo numerosos**:
  - La rentabilidad sigue siendo inferior al coste del capital -> aumentos adicionales requieren **reducciones adicionales de activos problemáticos y de los gastos de explotación**.
  - Reforzamiento de los niveles de **capital** de máxima calidad (aún inferiores a la media europea).
  - Adaptación a los previsible **nuevo entorno tecnológico y nueva estructura sectorial**.
  - Mejora de la **reputación**.

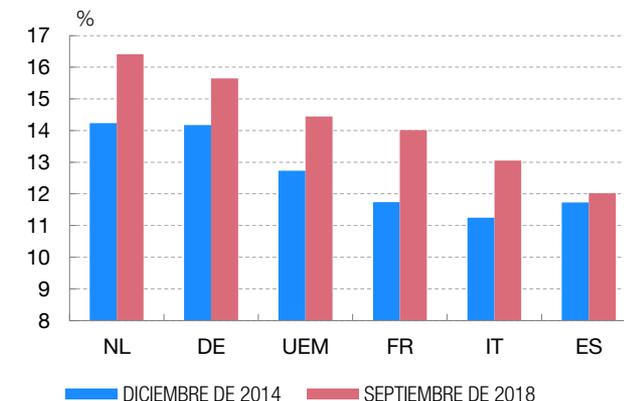
RATIO DE CRÉDITO DUDOSO DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE  
Datos individuales. Negocios en España



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).

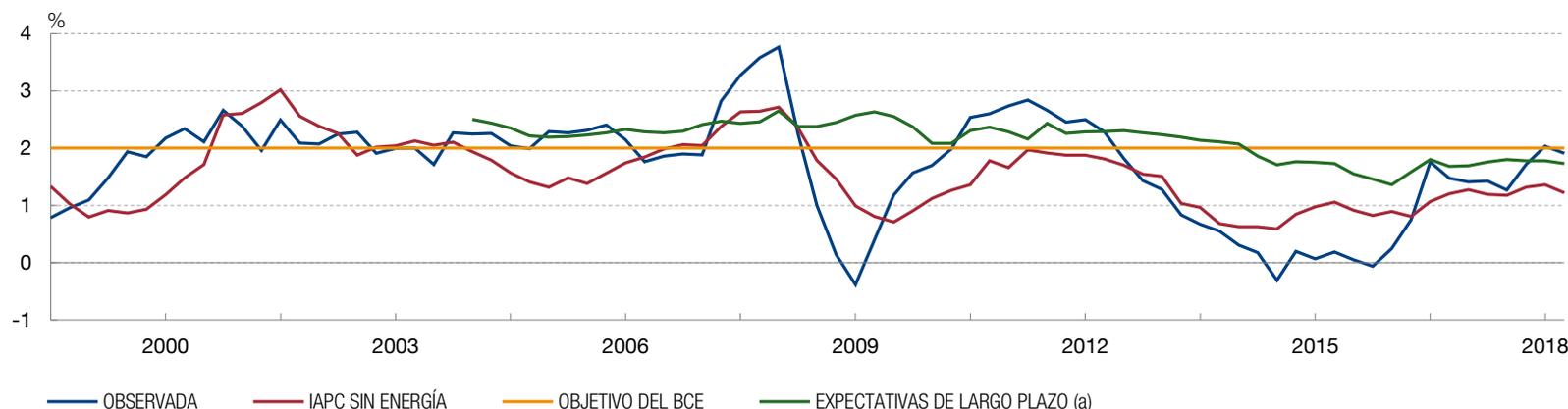
## CAPÍTULO 2

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

- La inflación en la UEM ha mostrado niveles persistentemente inferiores al objetivo de política monetaria en los últimos años (en particular, cuando se excluyen los componentes más volátiles, como la energía).
- Entre los factores candidatos a explicar estos desarrollos:
  - **Elementos cíclicos:** reciente etapa recesiva, precios de las materias primas.
  - **Elementos estructurales** (ver siguiente página).
- Una **inflación baja transitoria, pero prolongada**, puede llevar a un cierto “desanclaje” de las **expectativas de inflación a largo plazo**.

-> Estas presentan una flexión a la baja desde 2013, y se mantienen por debajo del objetivo del BCE.

INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

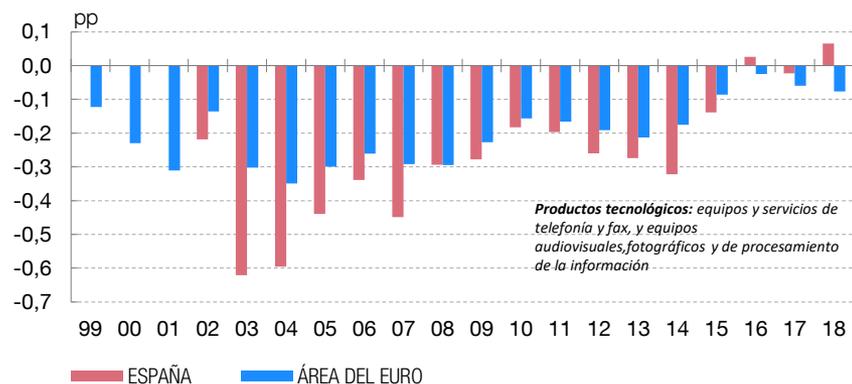


FUENTES: Eurostat y Area Wide Model Database.

**a** Compensaciones por inflación en los *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años.

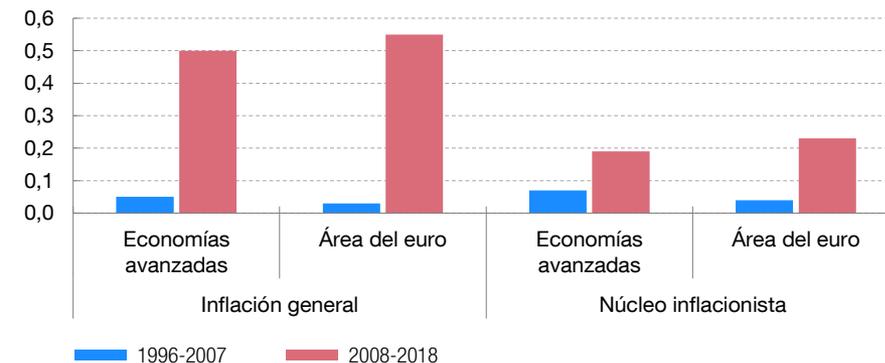
- Principales factores estructurales (recuadro 2.2):
  - Consecuencias estructurales del envejecimiento poblacional (capítulo 4), entre ellas su impacto a la baja sobre el tipo de interés natural (capítulo 3).
  - Proceso de globalización (mayores apertura comercial y exposición a la competencia).
  - Impacto de nuevas tecnologías (digitalización, nuevas formas de comercio).
  - Menor incertidumbre sobre la tasa de inflación -> vinculada a la mayor orientación de los regímenes de política monetaria hacia la estabilidad de precios.
  
- Las tasas de inflación de las economías avanzadas están cada vez más interconectadas (por la similitud de los marcos de política monetaria, por la integración comercial y financiera) (recuadro 2.3).
  - > una consecuencia: la sensibilidad de la inflación al ciclo “local” disminuye frente al global.

CONTRIBUCIÓN DE LOS PRODUCTOS TECNOLÓGICOS A LA INFLACIÓN GENERAL EN ESPAÑA Y EN LA UEM



FUENTES: Encuesta sobre Digitalización del Banco Central Europeo (ECB Digitalisation Survey), Eurostat y cálculos del Banco Central Europeo.

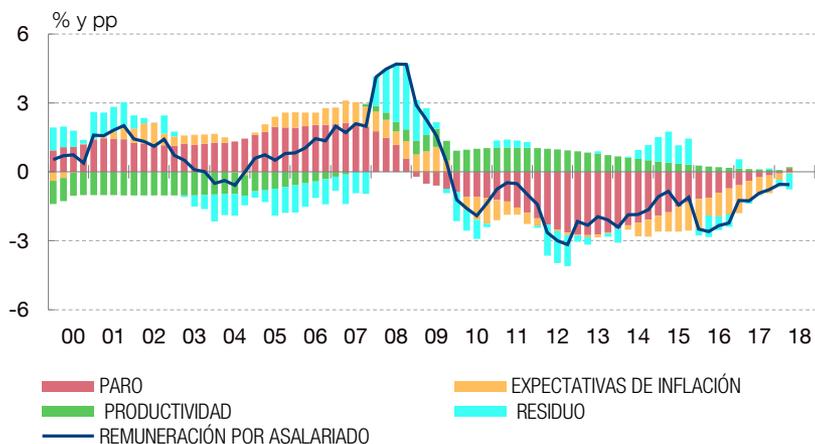
INTERDEPENDENCIA DE LAS TASAS DE INFLACIÓN A ESCALA GLOBAL



FUENTES: Eurostat, OCDE y Banco de España.

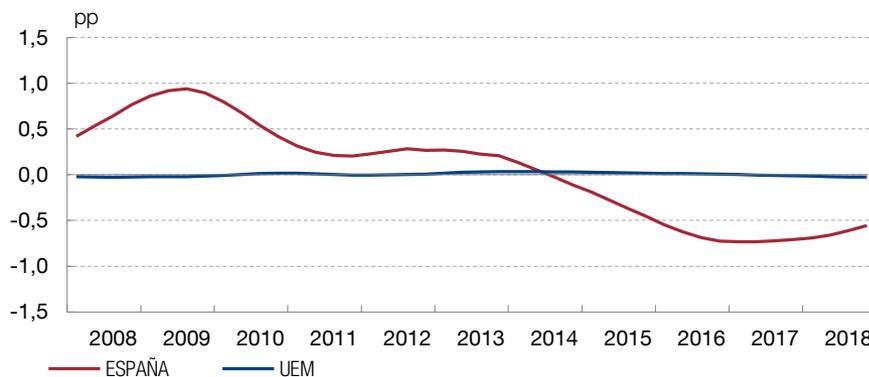
- Las causas del escaso dinamismo de los salarios en la recuperación son diversas (recuadro 2.4):
  - La elevada holgura (desempleo) del mercado de trabajo ha jugado un papel central.
  - Los escasos avances de la productividad también dificultan un mayor crecimiento salarial.
  - Las reformas laborales habrían contribuido a la moderación salarial al comienzo de la recuperación.
  - A partir de 2014, la baja inflación ha ejercido una presión negativa sobre los salarios.
  - No obstante, algunas pautas de los salarios no parecen haberse modificado (escasa diferenciación entre empresas y sectores).

DESCOMPOSICIÓN DE LA CURVA DE PHILLIPS, SEGÚN MODELOS  
Desviaciones con respecto a la media del período



FUENTES: Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, Instituto Nacional de Estadística, Muestra Continua de Vidas Laborales y Banco de España.

MODELO JoSE - CONTRIBUCIÓN A LA DESVIACIÓN DE LA INFLACIÓN CON RESPECTO A SU OBJETIVO: SHOCKS DE MARK-UPS DE SALARIOS



FUENTE: Banco de España.

## **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.

## OBJETIVO NUMÉRICO DE INFLACIÓN (INFLATION TARGETING) CON QUANTITATIVE EASING (QE) Y FORWARD GUIDANCE (FG)

*Esta es la estrategia actualmente seguida por los principales bancos centrales (BCs).*

**QE:** usar el balance del BC para afectar los tipos de interés de medio y largo plazo.

**FG:** comunicar los detalles sobre la futura política monetaria para afectar las expectativas de inflación.

## ELEVAR EL OBJETIVO DE INFLACIÓN

*Aumentar el objetivo de inflación del 2% actual al 3 o 4%.*

- Es equivalente a elevar el tipo de interés nominal en el largo plazo y por tanto la distancia respecto del ELB.

## ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA PARA REDUCIR LA INCIDENCIA DEL ELB

### OBJETIVO DE NIVEL DE PRECIOS (PLT)

*Establecer el objetivo de política monetaria en términos de una senda del nivel de precios (en lugar de su tasa de variación -es decir, la inflación-).*

- Esto implica que las tasas de inflación por debajo del objetivo tienen que compensarse con tasas superiores al mismo durante un tiempo.
- Las expectativas de inflación temporalmente superior reducen el tipo de interés real y empujan la demanda agregada.

### PLT TEMPORAL

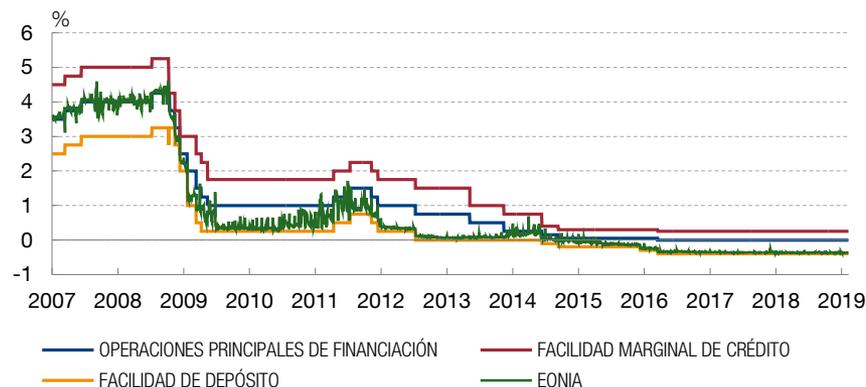
*Operar un PLT solo durante episodios en los que el ELB es vinculante y la inflación cae por debajo del objetivo.*

En tiempos normales se mantiene el objetivo de inflación.

Una evaluación cuantitativa apunta a posibles ventajas del PLT (recuadro 3.3).

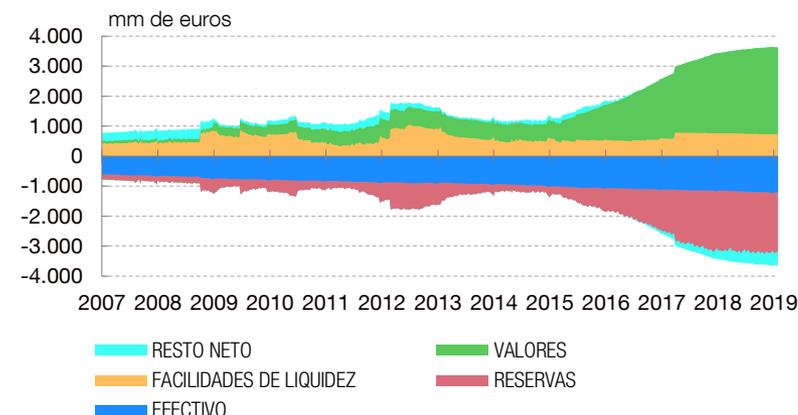
- Las políticas de QE han dado lugar a una expansión sin precedentes de los balances de los bancos centrales -> tránsito de los tipos interbancarios de un sistema 'pasillo' (cuando no había exceso de reservas) a uno 'suelo' (por el exceso de fondos prestables).

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y DEL EONIA



FUENTES: Datastream y Banco Central Europeo.

BALANCE DEL EUROSISTEMA



- Los bancos centrales deben decidir si mantienen el elevado tamaño del balance o lo reducen hasta niveles precrisis –o equivalentemente si permanecen en el sistema suelo o vuelven al sistema pasillo- (recuadro 3.4). Con respecto a la primera opción:
  - Ventajas: baja volatilidad de tipos de interés a c/p, puede contribuir a mejorar la estabilidad financiera, mayor margen para hacer frente a desarrollos adversos.
  - Desventajas: introduce distorsión no justificada en la curva de tipos de interés, aumenta los riesgos patrimoniales para el banco central.

- *QE* y *forward guidance* pueden ayudar en futuros episodios de *ELB*.
  - Pero si el problema de bajos tipos naturales persiste, puede ser necesario replantear la estrategia de política monetaria.
  - Cambios de estrategia política monetaria son de hecho comunes en las economías avanzadas (ECB 2003, Fed 2012,...).
  
- El sistema suelo presenta algunas ventajas.
  - La Reserva Federal ha decidido mantenerlo.
  - En el área del euro sería posible preservarlo con un volumen de reservas inferior al actual.

## **CAPÍTULO 4**

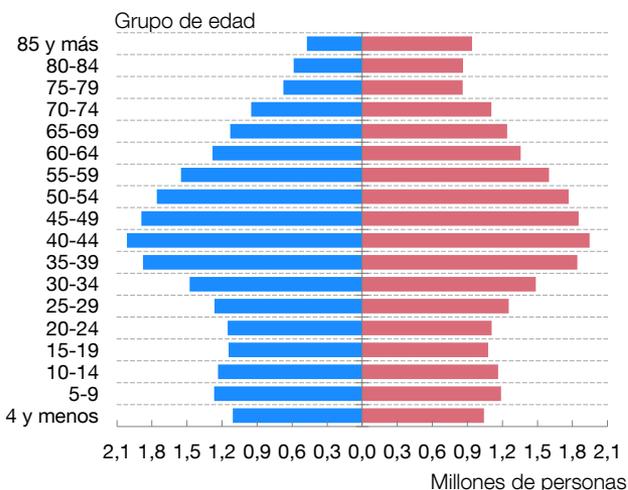
# **CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS**

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

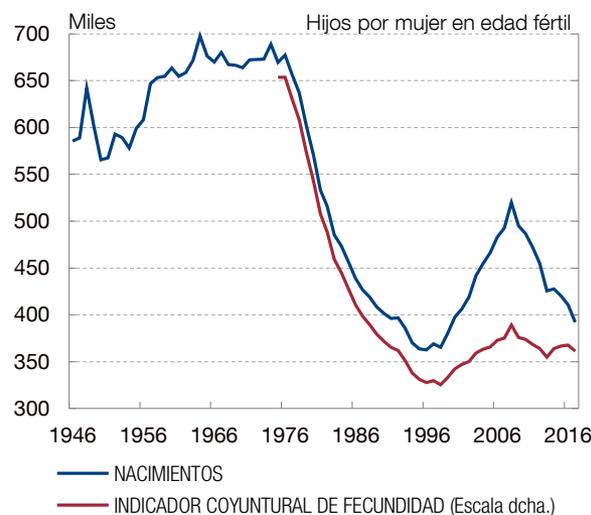


La ratio de población mayor de 65 años sobre población en edad de trabajar se duplicará en 2050

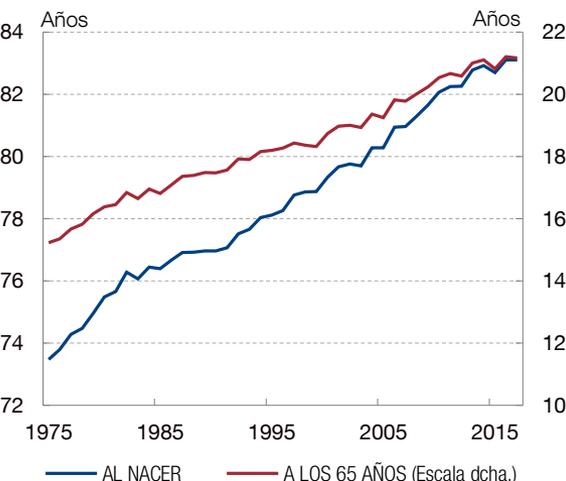
## ESPAÑA



## 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**.

## 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.

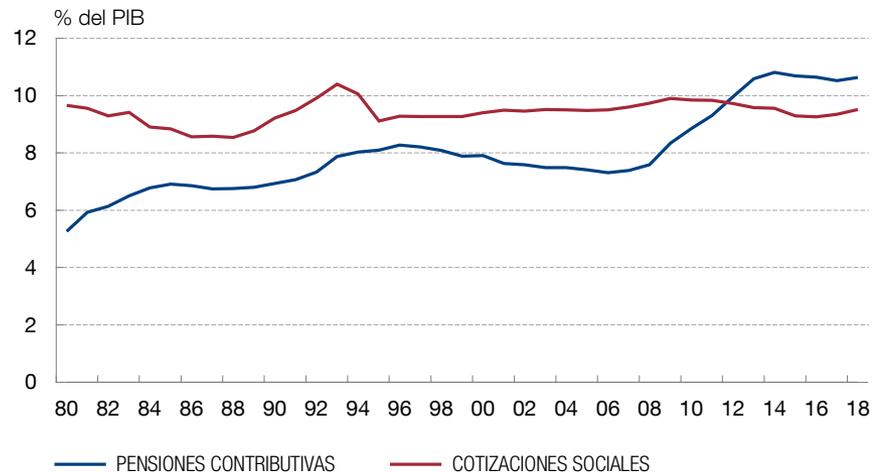
### POLÍTICAS SOCIALES

- 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:

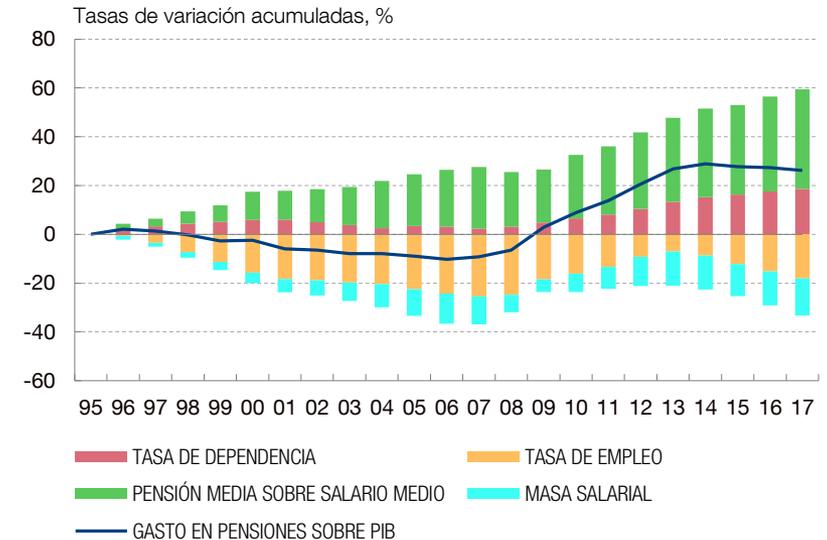
- **Gasto en pensiones sobre PIB:** incremento que se explica por el aumento de la tasa de dependencia y de la ratio entre pensión media y salario medio.
- **Recaudación por cotizaciones sociales sobre PIB:** ligera caída desde la crisis por menor masa salarial.

INGRESOS POR COTIZACIONES Y GASTO EN PENSIONES CONTRIBUTIVAS



FUENTES: Seguridad Social y Cuentas Nacionales.

EVOLUCIÓN DE LOS DETERMINANTES DEL GASTO EN PENSIONES

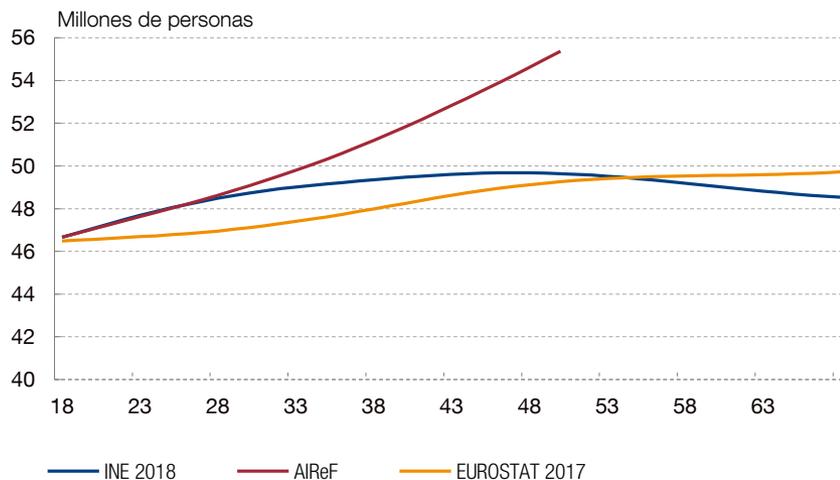


FUENTES: Seguridad Social e Instituto Nacional de Estadística.

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

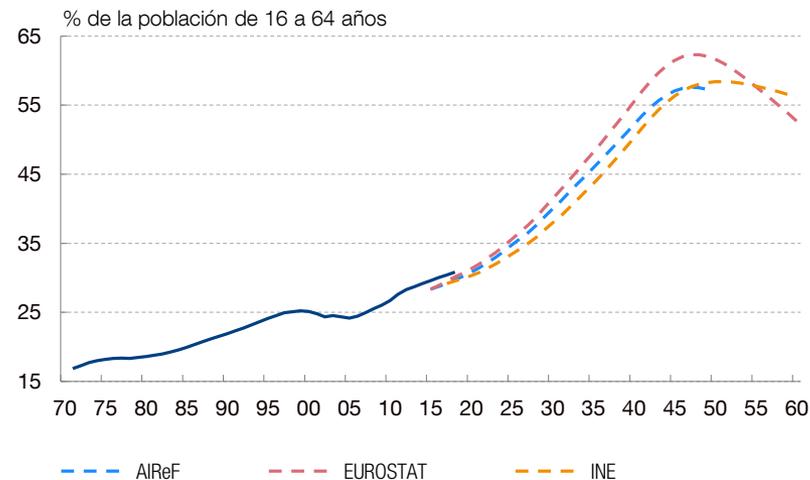
- Manteniendo el resto de factores constantes, la **evolución demográfica implicaría un aumento del gasto en pensiones entre 7,6 y 13,5 pp de PIB en 2050** (escenarios en el percentil 20 y 80 de la AIReF, respectivamente).

PROYECCIONES SOBRE LA POBLACIÓN TOTAL



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

PROYECCIONES SOBRE LA TASA DE DEPENDENCIA

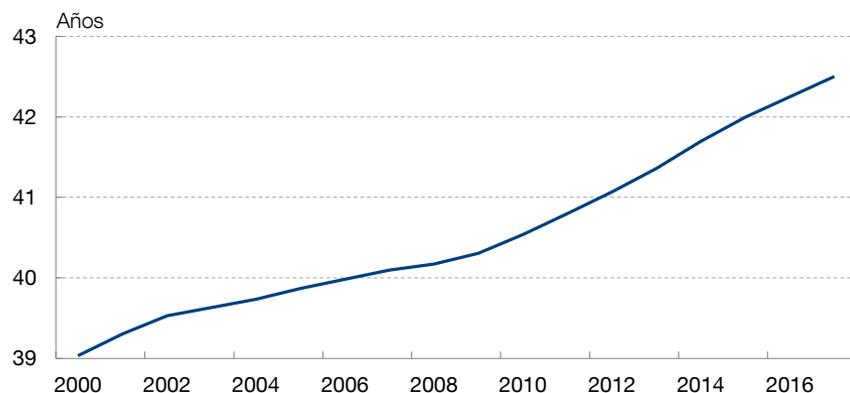


Fuentes: Eurostat, AIReF, Naciones Unidas, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

## Pilares básicos para una reforma:

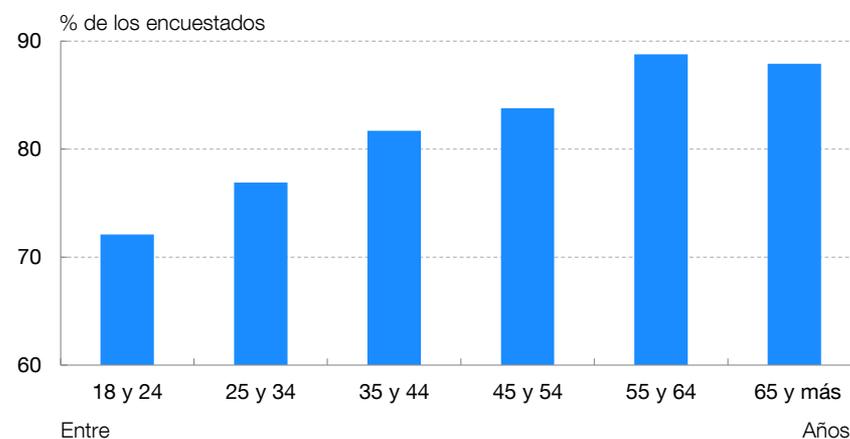
- **Sostenibilidad financiera y social:** es necesario un mecanismo automático que garantice el equilibrio financiero, una vez incorporadas las preferencias sociales sobre el grado de suficiencia del sistema.
- **Contributividad, predictabilidad y transparencia:** Los beneficiarios deben contar con información 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.

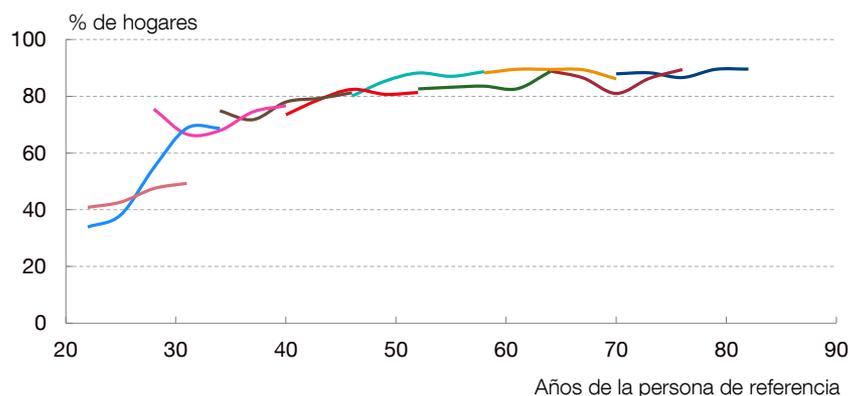
PARTICIPACIÓN ELECTORAL, POR EDAD



## 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.

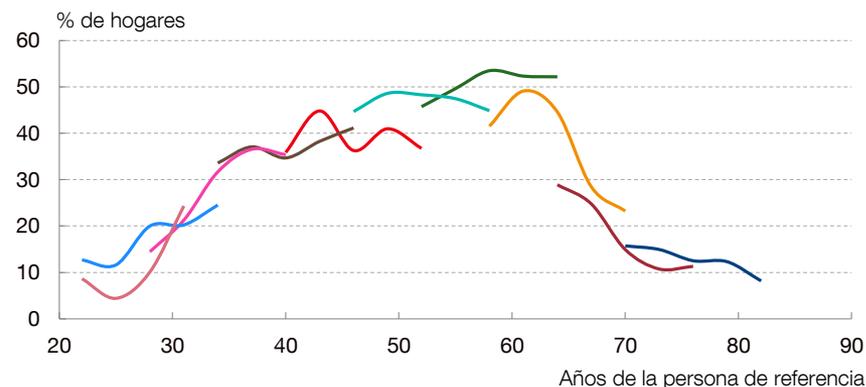
DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE VIVIENDA PRINCIPAL, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR



COHORTES NACIDAS ENTRE:



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).

