

29.10.2019

Perspectivas y retos de la economía española

III Encuentro Económico–Asegurador: “Futuro económico y tendencias del sector asegurador”/Mutualidad de la Abogacía

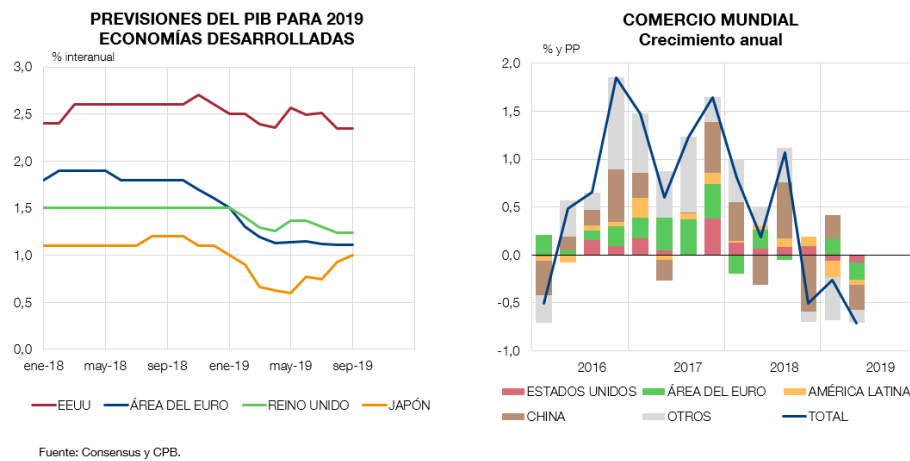
Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Señoras y señores, muy buenos días.

Quisiera comenzar mi intervención agradeciéndole al presidente de la Mutualidad de la Abogacía, don Enrique Sanz, su amable invitación a clausurar este III Encuentro Económico-Asegurador. Es para mí un honor y un placer participar en este evento y compartir con ustedes algunas reflexiones en torno a las perspectivas económicas para el futuro inmediato y, sobre todo, acerca de los principales retos a medio y a largo plazo de la economía española. De cómo se afronten los principales problemas estructurales de nuestra economía dependerán, en gran medida, su grado de vulnerabilidad ante posibles perturbaciones negativas y, en último término, el nivel de bienestar de los ciudadanos.

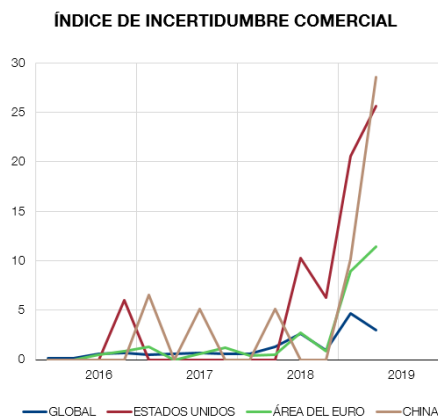
La situación económica

La expansión económica global se debilita en un contexto de deterioro del comercio internacional...

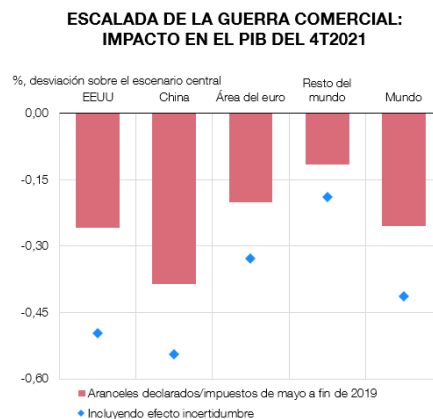


El contexto económico internacional en el que se desenvuelve la economía española se ha tornado más desfavorable en el último año, con una desaceleración del crecimiento y, en especial, de los intercambios comerciales. En efecto, el crecimiento del PIB mundial siguió moderándose, hasta una tasa del 2,8 % interanual en el segundo trimestre de 2019, inferior en más de un punto porcentual a los registros de hace un año. Además, las proyecciones de crecimiento se han revisado a la baja en los últimos trimestres en la mayor parte de las economías. De hecho, se prevé que el avance del PIB global este año sea el más bajo desde la crisis financiera internacional.

... y elevada incertidumbre geopolítica



Fuente: Ahir H., N. Bloom y D. Furceri (2018). Última observación: junio de 2019. Frecuencia con que conceptos vinculados a incertidumbre y comercio aparecen en informes de analistas.



Fuente: Elaboración propia, Banco de España.

Por su parte, el comercio mundial habría ahondado en su contracción, en un entorno en el que persiste la incertidumbre sobre la política comercial de Estados Unidos y China, y de intensificación de los riesgos geopolíticos. Si bien el deterioro de la actividad ha sido particularmente intenso en el sector manufacturero, la desaceleración en los últimos meses del PMI global de producción del sector servicios, que se mantiene en terreno expansivo, es indicativo de un aumento del riesgo de que se produzca una ralentización mayor de la actividad global.

Dado su grado de apertura, y la confluencia de algunos elementos idiosincrásicos, la economía del área del euro ha sido una de las más afectadas por estos desarrollos del comercio internacional. En concreto, el área del euro sufrió una desaceleración significativa desde comienzos de 2018, debido, principalmente, a la fuerte moderación de sus exportaciones. Como resultado, en el promedio del pasado año, el PIB avanzó un 1,9 %, siete décimas menos que en 2017, y los crecimientos interanuales desde finales de 2018 han caído hasta el entorno del 1 %.

Por su parte, la información más reciente muestra que el crecimiento del PIB del área del euro avanzó solo un 0,2 % intertrimestral en el segundo trimestre, tras el 0,4 % observado en el primer trimestre del año, lastrado por la debilidad de las exportaciones y la atonía de la inversión. En cambio, el consumo privado siguió expandiéndose, impulsado por la relativa robustez del mercado de trabajo. Desde la perspectiva de la oferta, las actividades industriales se contrajeron en ese período, mientras que los servicios mantuvieron un comportamiento más favorable. Por países, destacan la contracción de la actividad de la economía alemana y el estancamiento de Italia.

Además, los indicadores disponibles sugieren que la debilidad de la actividad económica en el área del euro ha persistido en el tercer trimestre del año. Así, los indicadores relativos al comercio y a la actividad industrial señalaron que continúa el deterioro. Asimismo, algunos indicadores cualitativos de actividad y de empleo en los servicios mostraron una flexión a la baja, lo que podría indicar que la debilidad comienza a propagarse a estas actividades. La desaceleración del empleo, junto con el paulatino retroceso de la confianza

de los consumidores en el tercer trimestre del año, apunta a una expansión más modesta del consumo privado, que hasta ahora ha constituido el principal soporte del crecimiento.

En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) revisó en septiembre sus previsiones macroeconómicas para el conjunto del área del euro. Se revisaron a la baja las expectativas de crecimiento del PIB, en especial para 2020. En concreto, ahora se proyecta un crecimiento del 1,1 % y del 1,2 % para 2019 y 2020, respectivamente, cifras inferiores, en ambos casos, a lo previsto en junio. A medio plazo, se espera una recuperación de la actividad apoyada en unas condiciones financieras favorables y el tono ligeramente expansivo de la política fiscal, en el supuesto de una paulatina desaparición de la incertidumbre política y comercial.

A pesar de esta revisión a la baja de las previsiones macroeconómicas, el Consejo de Gobierno del BCE enfatizó que subsisten importantes riesgos a la baja en torno a este escenario central, derivados, principalmente, de una eventual escalada en las tensiones comerciales. Hay que tener en cuenta que, como acabo de enfatizar, el escenario central de las proyecciones macroeconómicas del BCE, como también las del Banco de España, al que luego me referiré, se basan en el supuesto de que se alcanzará un acuerdo para el *brexit* y se disiparán las tensiones comerciales.

Por su parte, la inflación en el área del euro continúa en niveles reducidos. En el tercer trimestre, la evolución de la inflación estuvo marcada por la dinámica bajista de los precios de la energía y la persistencia de tasas moderadas en los servicios y en los bienes industriales. La tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) descendió al 0,8 % en septiembre, y la inflación subyacente, que excluye los precios de la energía y de los alimentos, se situó en el 1 %. De hecho, desde 2013 el promedio de la inflación en el área del euro ha sido también del 1 %, menos de la mitad de lo observado durante los 10 primeros años de la UEM, un 2,1 %.

Esta ausencia de presiones inflacionistas y la debilidad de la demanda, junto con el deterioro del entorno global, llevaron a una nueva revisión a la baja en las previsiones de la inflación del Eurosistema, que se situaron en el 1,2 % y el 1 % en 2019 y en 2020, respectivamente. Para 2021, la inflación se situaría en el 1,5 %, claramente por debajo del objetivo de la política monetaria. A su vez, las expectativas de inflación de largo plazo derivadas de los mercados financieros se encuentran en mínimos históricos.

En resumen, el contexto macroeconómico en el área del euro se caracteriza, en primer lugar, por una revisión a la baja de unas previsiones de crecimiento que ya eran relativamente débiles, que continúan sujetas a riesgos a la baja por la persistencia de tensiones comerciales y otras incertidumbres geopolíticas, como las relativas al desenlace final del *brexit*, y que en algunos países del área, como es el caso de Alemania, apuntan incluso a un riesgo de recesión inminente; y, en segundo lugar, por unas proyecciones de inflación a medio plazo igualmente revisadas a la baja y alejadas de niveles que podamos considerar compatibles con el mandato de estabilidad de precios del BCE.

Es en este contexto en el que deben enmarcarse las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE en su reunión de septiembre. En particular, y de acuerdo con comunicaciones previas, este actuó con un paquete de medidas expansivas como respuesta a unas tasas de inflación, tanto las observadas como las proyectadas para los próximos años, que se han mantenido persistentemente por debajo del objetivo del BCE,

conforme también con el compromiso de actuación simétrica del Consejo de Gobierno en relación con este objetivo. La noción de simetría, en este contexto, implica que el BCE se compromete a actuar con la misma determinación tanto si la inflación se sitúa persistentemente por encima como si se sitúa por debajo del 2 %¹.

En particular, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó una rebaja de 10 puntos básicos (pb) en el tipo de interés de la facilidad de depósito y lo situó en el -0,50 %, y reforzó su *forward guidance* sobre los tipos de interés al indicar que estos se mantendrán en los niveles actuales, o inferiores, hasta que se observe una “convergencia sólida” de las perspectivas de inflación hasta un nivel “suficientemente próximo”, aunque inferior, al 2 %. Dicha convergencia también deberá reflejarse de forma coherente en la evolución observada de la inflación.

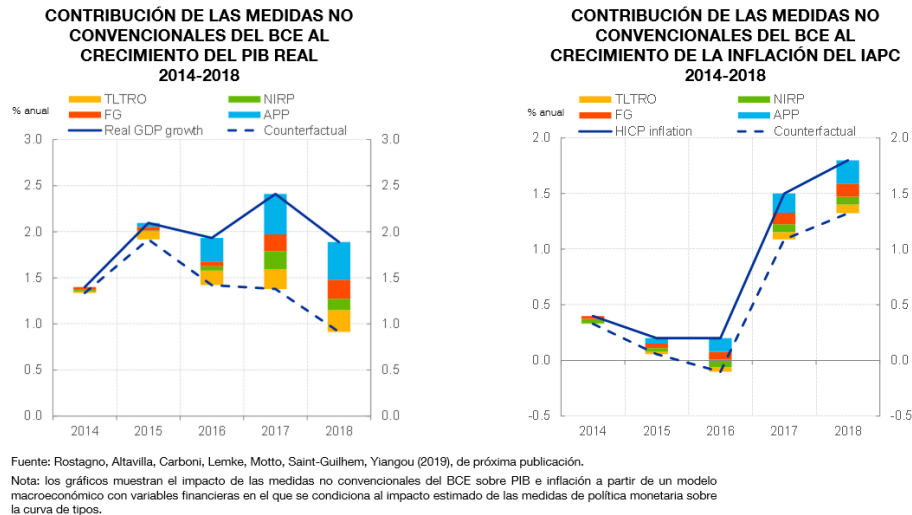
El BCE acordó, además, reanudar las compras netas en el marco de su programa de compra de activos, a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros a partir del 1 de noviembre y sin un límite temporal definido. Con el objetivo de mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, también se modificaron las condiciones de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO III), eliminando el diferencial de 10 pb que se había establecido sobre los tipos de interés aplicados a estas y ampliando su plazo de vencimiento de dos a tres años. Finalmente, con el fin de favorecer la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito, se anunció el establecimiento de un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas (*two-tier system*), de forma que a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades no se le aplicará el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito.

Estas decisiones buscan contrarrestar el deterioro en las perspectivas de crecimiento y de inflación mediante un paquete de medidas que se complementan entre sí, al relajar de forma distinta las condiciones financieras. La reanudación de las compras netas, sin un límite temporal definido, cuenta además con un efecto señalizador importante sobre el compromiso del Consejo de Gobierno con el cumplimiento de su objetivo de inflación, que resulta especialmente relevante en un contexto, como el actual, de riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación.

Además, tanto el período de compras netas de activos como el de reinversión de los activos existentes se anclan al momento de normalización de los tipos de interés, de forma que aumentan la coherencia y la complementariedad de las distintas medidas y su ajuste dinámico a la evolución de la inflación. En un contexto de elevada incertidumbre, este ajuste automático de las expectativas sobre el curso futuro de la política monetaria ante potenciales cambios en el entorno macroeconómico es particularmente deseable.

¹ Véase el discurso del gobernador del Banco de España en la clausura de los cursos de La Granda el 31 de agosto de 2019, “La respuesta de la política económica europea ante un escenario de menor crecimiento e inflación”.

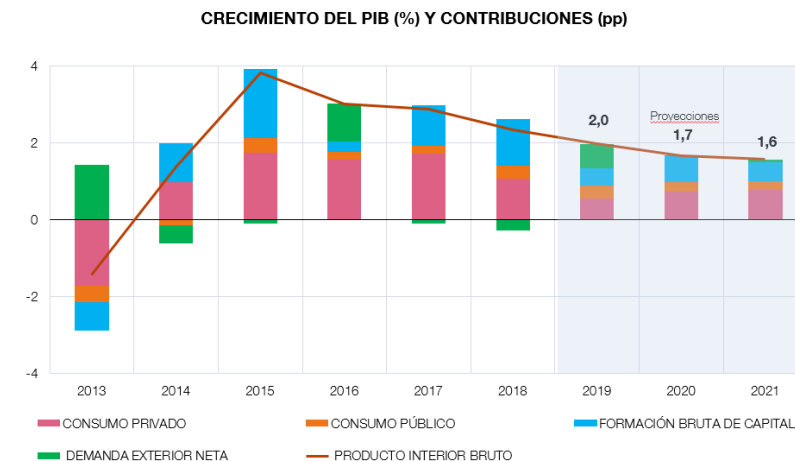
Las medidas de política monetaria han contribuido al aumento de la actividad y de la inflación



La investigación económica muestra que estas medidas han sido efectivas en el pasado reciente a la hora de relajar las condiciones financieras y favorecer la actividad crediticia. Sobre la base de esta evidencia, el nuevo paquete de medidas impulsará la actividad económica del área del euro en un contexto de elevada incertidumbre y favorecerá la convergencia de la inflación hacia niveles acordes con el mandato del BCE.

En el caso de los tipos de interés negativos, si bien no existe evidencia concluyente de que hasta el momento hayan perjudicado la oferta de crédito bancario, no podemos descartar que el mantenimiento de tipos muy reducidos durante un período adicional potencialmente amplio pueda acabar teniendo alguna consecuencia negativa sobre el canal bancario de transmisión de nuestra política monetaria. En este sentido, las medidas mitigadoras puestas en marcha por el BCE, en forma de remuneración escalonada del exceso de liquidez, tienen como objetivo paliar el impacto negativo sobre la rentabilidad bancaria del nuevo recorte en la remuneración de las reservas y asegurar así el carácter expansivo sobre la actividad y la inflación de las reducciones de los tipos de interés en el contexto actual.

Prolongación del ciclo expansivo actual, aunque a un ritmo más moderado que en años previos



En relación con la economía española, la información coyuntural más reciente apunta a un debilitamiento paulatino de la actividad. En primer lugar, los indicadores que miden la confianza de los agentes han tendido a experimentar un deterioro gradual desde el comienzo de 2018 que, en todo caso, ha sido menos acusado que en el conjunto del área del euro.

En España, al igual en el área del euro, el deterioro de estos indicadores cualitativos ha sido comparativamente más pronunciado en el caso de las manufacturas que en el de los servicios. También los indicadores cuantitativos, que en principio suelen guardar una relación más estrecha con la actividad, han tendido a mostrar un comportamiento menos favorable en las manufacturas que en los servicios.

Este comportamiento dispar entre ramas de actividad y una evolución coincidente con la cronología de las tensiones comerciales globales entre Estados Unidos y China resulta coherente con el origen externo de las perturbaciones observadas desde comienzos de 2018, que habrían tenido un impacto más pronunciado sobre la producción de manufacturas, dado que, desde el punto de vista de la demanda, estas están típicamente más vinculadas con las exportaciones de lo que lo están los servicios.

Además, también los cambios regulatorios en el sector del automóvil que entraron en vigor tras el verano de 2018 han contribuido a explicar la debilidad de las exportaciones y del conjunto de las manufacturas, mientras que, los servicios, cuyo valor añadido es destinado a su venta al exterior en una proporción muy inferior, han mostrado una mayor resistencia.

Un área en la que se ha hecho patente la desaceleración de la actividad es el mercado de trabajo, lo cual constituye una fuente de preocupación dada la elevada tasa de desempleo que todavía presenta la economía española, aspecto al que me referiré más tarde con mayor detalle. En particular, los datos de afiliaciones a la Seguridad Social han mostrado una pérdida de empuje notable desde el inicio del año, hasta crecer en septiembre a una tasa interanual del 2,4 %, frente al 3,1 % con que finalizaron 2018. Una conclusión similar se extrae de la Encuesta de Población Activa referida al tercer trimestre de 2019, publicada la semana pasada, de la que también se desprende una moderación del ritmo de generación de empleo hasta el 1,8 % interanual, seis décimas menos que en el segundo trimestre y 1,4 puntos porcentuales menos que al final de 2018. Además, la magnitud de la caída de la tasa de paro en el tercer trimestre fue más modesta de lo que viene siendo habitual desde el inicio de la recuperación, hasta situarse en el 13,9% de la población activa.

En este contexto, las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, publicadas el pasado 24 de septiembre, prevén que la economía española experimente en el próximo bienio una moderación de su ritmo de crecimiento, que responde a la pérdida de vigor de la demanda interna que ha comenzado a observarse ya en el período más reciente y que ha afectado tanto al consumo como a la inversión privados. Como he señalado, este comportamiento habría venido influenciado fundamentalmente por el deterioro observado en el entorno exterior, así como por las incertidumbres acerca de su evolución futura.

En todo caso, en el escenario central, basado en las hipótesis de que los mercados de exportación experimentarán una paulatina recuperación (tras su debilitamiento reciente) y la política presupuestaria adquiere una orientación neutral en el horizonte de proyección, el tono acomodaticio de la política monetaria y la mejora de la situación patrimonial de

empresas y familias experimentada en los últimos años habrían de permitir que la economía siga creciendo a un ritmo ligeramente superior a su tasa potencial –que nuestras estimaciones sitúan algo por debajo del 1,5 %-.

Sin embargo, al igual que en el área del euro, este escenario central de desempeño de la actividad económica está sometido a riesgos a la baja significativos. En efecto, la proyectada recuperación del comercio y de la actividad mundiales podría verse dificultada por factores como una eventual adopción de nuevas medidas proteccionistas, el agravamiento de las tensiones geopolíticas o el elevado endeudamiento de algunos agentes en determinadas regiones del mundo. Una fuente de incertidumbre adicional, que no termina de aclararse y ha venido estando sometida a fuertes vaivenes, es el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea y la posterior negociación de la relación futura entre ambos socios comerciales.

Por último, no podemos descartar que la incertidumbre sobre el curso futuro de algunas políticas económicas internas –como la trayectoria de la política presupuestaria o la agenda de reformas estructurales-, derivada de las dificultades en los últimos años para la conformación de mayorías parlamentarias sólidas, o los acontecimientos recientes en Cataluña, puedan incidir también negativamente, de persistir en el tiempo, en las decisiones de gasto de los agentes privados.

Transformaciones y vulnerabilidades de la economía española

En este contexto, la economía española, a pesar de las mejoras logradas durante la recuperación, sigue enfrentándose a vulnerabilidades importantes, en cuya corrección es necesario avanzar de manera urgente para apuntalar su capacidad de resistencia ante eventuales perturbaciones negativas.

En efecto, de la evolución de la economía española en los últimos años destacan algunos elementos positivos, como, por ejemplo, la capacidad de registrar superávits externos de forma recurrente durante la fase expansiva, algo inusual en recuperaciones anteriores, lo que sería indicativo de que al menos una parte de la corrección del desajuste externo tiene un carácter estructural, asociado a mejoras acumuladas de competitividad y al aumento de la diversificación geográfica de las exportaciones y del número de empresas que venden sus productos regularmente al resto del mundo. Esta creciente internacionalización de las empresas españolas, a su vez, ha servido para impulsar la inversión empresarial y el empleo. De hecho, desde el inicio de la recuperación se han creado más de 2,5 millones de empleos.

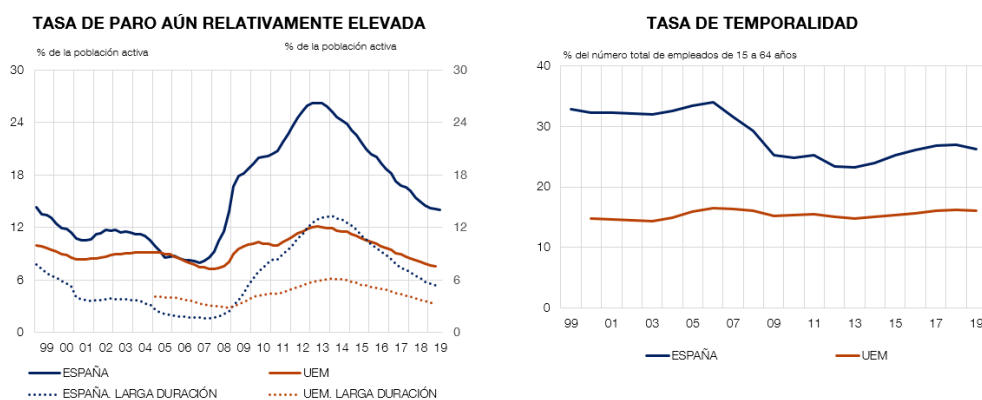
En los últimos años destaca, asimismo, el notable proceso de desendeudamiento llevado a cabo por el sector privado no financiero, que se encuentra muy avanzado tanto en el caso de las empresas no financieras como en el de los hogares. Por lo que respecta, por ejemplo, a las sociedades, la ratio de deuda sobre PIB ha experimentado una reducción de más de 40 puntos porcentuales (pp) desde el máximo, con lo que ha llegado a situarse por debajo de la media de las empresas de la zona del euro.

En el mismo sentido, querría destacar el intenso proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sector bancario llevado a cabo, que ha permitido una asignación más eficiente del capital entre empresas y sectores, lo que, como veremos posteriormente, ha contribuido al crecimiento de la productividad. En particular, la ratio de dudosos del crédito

al sector privado residente, en los negocios en España, se situó en el 5,3 % en junio de 2019, lo que representa una reducción de 8,7 puntos porcentuales (pp) desde los máximos alcanzados en diciembre de 2013. Por su parte, los activos adjudicados han descendido de forma continuada en los años de la recuperación, acumulando una disminución del 50% entre los máximos alcanzados en 2011 y junio de 2019, hasta situarse por debajo de los 40.000 millones de euros.

Como decía, estos avances no pueden hacernos olvidar la existencia de importantes desequilibrios en nuestra economía, entre los que destacan los todavía elevados niveles de desempleo, endeudamiento público y endeudamiento exterior. Si bien desde el inicio de la recuperación hemos asistido a avances -de desigual intensidad- en estos frentes, la magnitud de los desequilibrios acumulados en términos de los *stocks* de estas variables hace que constituyan todavía vulnerabilidades (por ejemplo, ante eventuales episodios de turbulencias en los mercados internacionales). En paralelo, nuestra capacidad de crecimiento sigue estando limitada por una dinámica muy pobre de la productividad de la economía, lo cual resulta particularmente preocupante en un contexto en el que esa capacidad de crecimiento se verá afectada negativamente por el impacto del fenómeno del envejecimiento poblacional.

Principales retos de la economía española



Fuentes: INE y Eurostat. Última observación: tercer trimestre de 2019 (tasa de paro España), segundo trimestre de 2019 para el resto de variables.

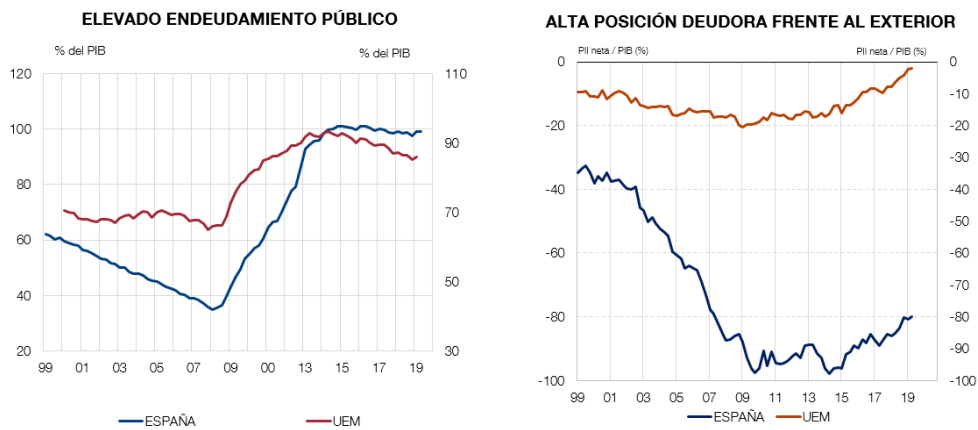
Si centramos nuestra atención en el mercado de trabajo, como todos ustedes conocen, la tasa de paro de la economía española sigue siendo muy elevada, en las proximidades del 14%. Además, en torno al 45 % de los desempleados llevan un año o más buscando un puesto de trabajo, lo que termina traducándose en una merma en sus probabilidades de encontrarlo.

Parece preciso, por tanto, mejorar la empleabilidad de este colectivo más vulnerable, en cuya composición destaca la presencia de los trabajadores más jóvenes y de mayor edad, así como de los individuos con menor formación. Para ello, sería deseable aumentar el capital humano de estos trabajadores, para lo que, en particular, es necesario que las acciones formativas se adecuen a las demandas de los empleadores. Además, no debemos olvidar que el aumento de la desigualdad de las rentas de los hogares que se originó durante la crisis fue, sobre todo, consecuencia de la destrucción de empleo, lo que subraya la

necesidad de conseguir que todas estas personas puedan acceder a un puesto de trabajo lo antes posible.

Además, la ratio de temporalidad se mantiene muy alta (cercana al 27% en el tercer trimestre de 2019), lo que, entre otros aspectos, genera una elevada volatilidad del empleo y una reducción de la productividad de los trabajadores.

Principales vulnerabilidades de la economía española



Fuentes: Banco de España, BCE, Comisión Europea e INE. Última observación: segundo trimestre de 2019.

Una segunda fuente de vulnerabilidad que nos legó la crisis es el aumento del endeudamiento público, que en el segundo trimestre de 2019 se situaba en el entorno del 99 % del PIB, más de 60 puntos por encima del registrado en 2007. Es en este terreno donde los progresos han sido menos satisfactorios en los últimos años, como pone de manifiesto el hecho de que el déficit presupuestario siga presentando un elevado componente estructural, superior a 2,5 puntos porcentuales (pp) del PIB, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea. Esta cifra se encuentra todavía alejada del equilibrio presupuestario estructural a medio plazo, al que requiere converger el denominado «brazo preventivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) al que se encuentra sujeta España desde el pasado mes de julio.

Por lo tanto, avanzar en el saneamiento de las cuentas públicas es una tarea prioritaria con el objetivo de reducir esta fuente de vulnerabilidad de la economía y poder contar plenamente con la política fiscal nacional como instrumento efectivo de estabilización macroeconómica ante un eventual deterioro económico futuro más intenso. Además, esta mejora de la situación presupuestaria deberá ser compatible con otros desafíos que las cuentas públicas tendrán que afrontar en los próximos años, entre los que cabe destacar las consecuencias del envejecimiento poblacional, que abordaré más adelante en mi intervención.

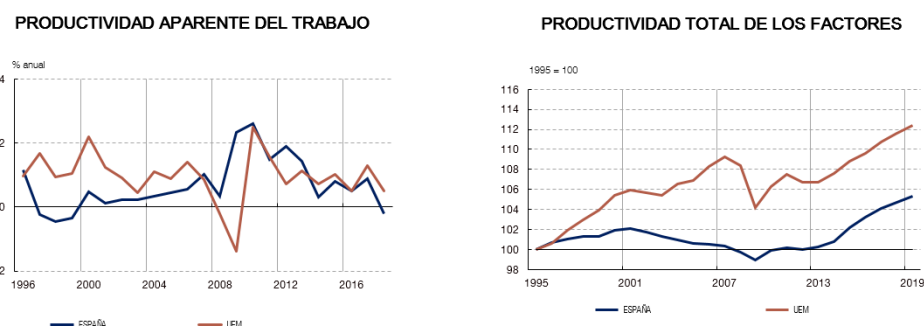
El tercer y último ámbito de vulnerabilidad de la economía al que me gustaría referirme es su endeudamiento exterior. A pesar de la corrección acumulada hasta la fecha en forma de superávits por cuenta corriente, la magnitud de la tarea todavía pendiente es grande, como revelan las cifras de la posición neta deudora de inversión internacional y de deuda bruta,

que en el segundo trimestre de 2019 se situaban, respectivamente, en torno al 80 % y al 170 % del PIB, respectivamente.

La continuación de la corrección de estas dos magnitudes descansa sobre la acumulación de superávits exteriores de manera sostenida en el tiempo, lo que, a su vez, demanda una ampliación de las ganancias de competitividad acumuladas en los últimos años. Ahora bien, mientras que hasta ahora estas ganancias se han basado fundamentalmente en la moderación de los costes laborales y financieros, en adelante habrían de sustentarse en mayor medida sobre aumentos genuinos de la productividad.

El crecimiento a largo plazo de la economía española: el reto de la productividad

El reto de la productividad



Fuentes: Banco de España, Comisión Europea y Eurostat.

En efecto, las tímidas ganancias de productividad observadas durante la última fase recesiva y la posterior recuperación se han revelado insuficientes para cerrar la brecha existente respecto a los países de nuestro entorno. El limitado avance de la productividad en la economía española debería ser un motivo de preocupación de primer orden, ya que las ganancias de productividad son el único mecanismo que puede generar un crecimiento de la renta per cápita sostenido y estable en el largo plazo. El consenso a este respecto en la profesión económica es prácticamente unánime, y de la relevancia de los estudios en este ámbito son buena muestra los premios Nobel en Economía concedidos a Robert Solow y a Paul Romer en 1987 y en 2018, respectivamente, por sus contribuciones en los campos de la productividad y del crecimiento económico a largo plazo.

Unos pocos datos bastan para ilustrar cómo las mejoras en los niveles de vida de la población a largo plazo dependen casi por completo del aumento de la productividad. Así, por ejemplo, el 80 % del incremento en la renta per cápita de Estados Unidos desde 1948 puede atribuirse al crecimiento de la productividad total de los factores (PTF)². En otras palabras, aumentos de la PTF en torno al 2 % anual han permitido que el ciudadano medio de Estados Unidos disfrute de una renta anual ajustada por la inflación que en 2015 era unos 30.000 dólares mayor que en 1948.

² Véase C. Jones (2015), *The facts of economic growth*, NBER Working Papers 21142.

En el caso español, el aumento reciente de la PTF ha sido notablemente inferior, y ha mostrado incluso tasas de crecimiento negativas durante buena parte de la primera década del siglo XXI. Así, la PTF en España ha crecido en los últimos 25 años aproximadamente un 0,2 % anual, tres décimas por debajo de la media de la eurozona, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea.

Un cálculo sencillo sugiere que, si en ese período la PTF española se hubiese comportado como la del área del euro, la renta per cápita alcanzaría hoy en nuestro país casi el 92 % de la media de la UEM, en lugar del 87 %. Traducido a euros, la renta per cápita en España sería en la actualidad de 28.000 euros anuales, 2.000 euros por encima de la observada (un 8 % en términos porcentuales). Y si la PTF hubiese crecido a tasas del 2 %, en línea con la frontera tecnológica mundial, la renta anual del ciudadano medio en España sería casi de 40.000 euros, esto es, más de 1.000 euros adicionales cada mes.

Existen dos elementos, íntimamente relacionados entre sí, que explicarían, al menos en parte, por qué, en las dos últimas décadas, la productividad ha mostrado un menor dinamismo en nuestro país en comparación con otras economías de la UEM. El primero de ellos es el hecho de que el tejido empresarial esté conformado, en mayor medida, por empresas más pequeñas y menos productivas; el segundo, la ineficiencia de los mecanismos de asignación de los recursos, lo que facilita la supervivencia y el crecimiento de empresas de baja productividad.

Los factores determinantes de ambos desarrollos son muchos y de naturaleza diversa. Permítanme que, entre todos ellos, hoy me centre en tres dimensiones en las que la economía española presenta una posición preocupante respecto a nuestros socios europeos y que son especialmente relevantes: el capital humano, el capital tecnológico y la financiación de la innovación.

De acuerdo con la evidencia disponible, la presencia de déficits en el capital humano y tecnológico es el principal determinante de la reducida productividad de las empresas españolas³. Por su parte, las dificultades en el acceso a financiación de proyectos empresariales con elevada productividad se han revelado como un elemento determinante de la asignación ineficiente de los recursos entre empresas⁴.

La necesidad de afrontar el desafío que implica la corrección de los déficits de capital humano y tecnológico es especialmente apremiante cuando se enmarca en el actual contexto de cambio tecnológico. Los avances en digitalización, automatización y desarrollo tecnológico están alterando aspectos cruciales de la economía, como las pautas de consumo, los procesos de producción o la provisión de los servicios públicos y privados.

Así, por ejemplo, la generalización de las nuevas tecnologías ha permitido que el sector financiero recurra a la utilización de fórmulas más flexibles para ofertar sus servicios, que no están basadas en la presencia física del cliente en la oficina. Como muestra, baste señalar que el porcentaje de usuarios de Internet en España que declaran utilizar los servicios de banca electrónica ha aumentado 30 pp entre 2003 y 2018⁵. Pero, en general,

³ Véase F. Schivardi y T. Schmitz (2019), "The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades", *Journal of the European Economic Association*, de próxima publicación.

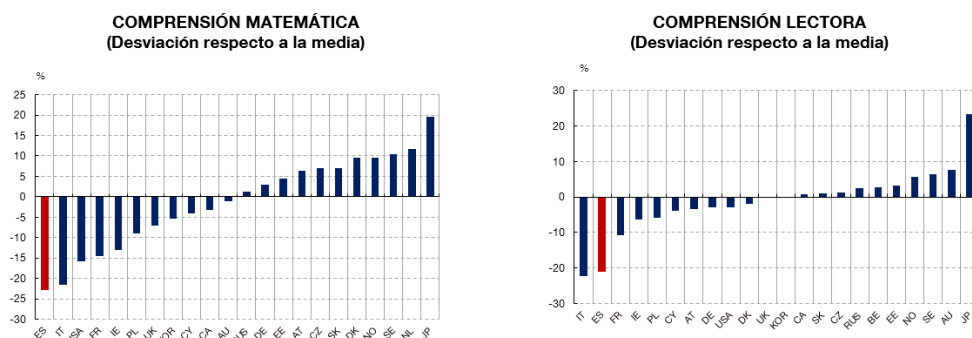
⁴ Véase capítulo 4, "La dinámica empresarial en España: características, determinantes e implicaciones", *Informe Anual 2015*, Banco de España.

⁵ Encuesta sobre Equipamiento y Uso de Tecnologías de Información y Comunicación en los Hogares, Instituto Nacional de Estadística.

todos los sectores, en mayor o en menor medida, se han visto envueltos en lo que se ha denominado “revolución digital”.

El capital humano

Capital humano



FUENTE: Programa para la Evaluación Internacional de las Competencias de Adultos (PIAAC).

En este contexto, las políticas educativas a todos los niveles adquieren una importancia crucial para favorecer la innovación y la adaptación de la fuerza laboral a las nuevas ocupaciones profesionales y, en general, para que los individuos adquieran y preserven las habilidades necesarias para trabajar en un entorno caracterizado por la digitalización, la robotización y la inteligencia artificial. Concretamente, es previsible que estos fenómenos afecten al mercado laboral del futuro, que se caracterizaría por un aumento de la demanda de trabajadores cualificados con alta capacitación técnica, a expensas de la demanda de los trabajadores menos cualificados, ocupados en tareas rutinarias⁶.

Ahora bien, el punto de partida en España para afrontar este reto de acelerada innovación tecnológica no es el más favorable. El bajo rendimiento de nuestros alumnos en los exámenes estandarizados a escala internacional es indicativo de que la calidad del sistema educativo español presenta márgenes de mejora cuando se compara con el de otros países desarrollados. Además, el sistema educativo de nuestro país se caracteriza por tasas elevadas de abandono escolar: un 18,3 % en la población de entre 18 y 24 años, frente al 10,6 % en el conjunto de la Unión Europea.

Estas carencias se ponen también de manifiesto por lo que respecta al conjunto de la población adulta. Así, en las calificaciones obtenidas en el Programa para la Evaluación Internacional de las Competencias de Adultos (PIAAC) para la población en edad de trabajar, y referidas al razonamiento matemático y a la comprensión lectora, España se sitúa en la última y en la penúltima posición, respectivamente, entre los países de la OCDE.

Las desventajas en los niveles de capital humano en relación con los observados en otras economías de referencia afectan tanto a trabajadores como a empresarios. Según los datos

⁶ Véase, por ejemplo, D. Acemoglu y P. Restrepo (2018), “The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment”, *American Economic Review*, vol. 108, pp. 1488-1542.

de Eurostat, en España el 40,5 % de los autónomos, el 35,1 % de los empleadores y el 32,6 % de los trabajadores por cuenta ajena tienen un nivel de estudios bajo, frente a porcentajes muy inferiores (del 24,8 %, 20,1 % y 19,8 %, respectivamente) en el conjunto de la zona del euro.

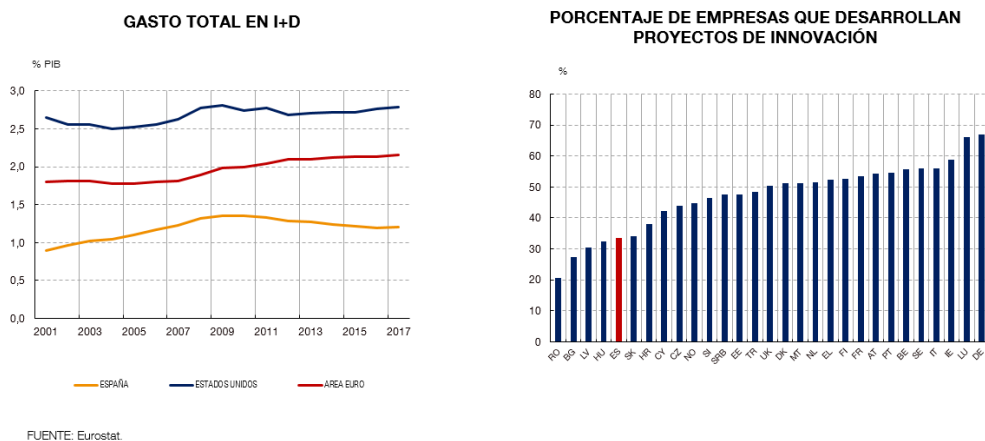
España presenta también un déficit en términos de la proporción de la población con perfiles relacionados con disciplinas como la ingeniería o las matemáticas. Por ejemplo, el 9 % de los graduados universitarios en nuestro país pertenece a titulaciones de las ramas de matemáticas, ciencias o informática, frente al 14 % de Alemania o al 11 % del conjunto de la Unión Europea.

Es asimismo previsible que la irrupción masiva de las nuevas tecnologías dé lugar a que se otorgue una mayor importancia a las habilidades no cognitivas (como el deseo de innovar, el autocontrol, la capacidad de concentración o la capacidad de adaptación ante un entorno cambiante)⁷, aspectos en los que España tampoco sale bien parada en la comparación internacional.

Parecería aconsejable, por tanto, replantearse el diseño institucional del sistema educativo, así como el contenido del currículo y el propio sistema de aprendizaje. En este sentido, resulta crucial que asumamos esta tarea de mejora del capital humano como colectiva, en la que las Administraciones Públicas ejerzan un papel de liderazgo evaluando y ajustando el sistema educativo de forma continuada a todos los niveles, a medida que evolucionen las necesidades del mundo empresarial, pero, al mismo tiempo, las empresas se impliquen en la formación de sus trabajadores, en particular de aquellos jóvenes que accedan a su primer puesto de trabajo.

El capital tecnológico

Capital tecnológico



⁷ Véase G. Zamarró, C. Hitt e I. Méndez (2016), *When Students Don't Care: Reexamining International Differences in Achievement and Non-Cognitive Skills*, EDRE Working Paper n.º 2016-18.

En el ámbito del capital tecnológico, el consenso acerca del efecto positivo que las actividades de investigación y desarrollo e innovación (I+D+i) tienen sobre la productividad de las empresas es muy amplio⁸. En este sentido, los indicadores disponibles sobre el grado de intensidad de tales actividades sugieren que nuestro país no sale bien parado en la comparación internacional. En concreto, la proporción de empresas innovadoras es, según Eurostat, del 33,6 % en España, frente al 53,4 %, 56,1 % y 66,9 % en Francia, Italia y Alemania, respectivamente.

De modo análogo, la inversión realizada en nuestro país, en términos agregados, en actividades de investigación y desarrollo es aún muy reducida tanto en la vertiente pública (el 0,54 % del PIB en 2017) como en la privada (el 0,66 % del PIB en dicho año), lo que sitúa a España en niveles un 26 % y un 54 % inferiores, respectivamente, a la media europea. No es de extrañar, por tanto, que la falta de innovación y la escasa acumulación de capital tecnológico de las empresas españolas resulten un factor determinante a la hora de explicar la menor productividad de aquellas respecto a sus contrapartes europeas.

Esta brecha de capital tecnológico entre España y sus socios europeos se debe, al menos en parte, a algunas características estructurales que limitan la capacidad de innovación de las empresas, como el déficit de capital humano disponible, al que me acabo de referir, o el sesgo de la estructura productiva hacia sectores con bajo contenido tecnológico.

Pero, además, un elemento fundamental que requiere especial atención, y que implica retos de calado en el actual contexto de cambio tecnológico, es el acceso a la financiación, tanto pública como privada, de proyectos empresariales con elevado contenido innovador.

Financiación de la innovación

En general, el crecimiento de las empresas está condicionado por la disponibilidad de financiación externa para acometer nuevos proyectos de inversión. Pero, además, la financiación externa desempeña un papel especialmente destacado para que puedan salir adelante proyectos innovadores de compañías jóvenes y de reducido tamaño, cuyas características dan lugar a mayores dificultades en la obtención de recursos financieros⁹.

Estas mayores dificultades tienen su origen en la presencia de asimetrías de información entre empresas y financiadores, así como en la existencia de riesgos inherentes comparativamente más elevados que en el caso de las compañías ya establecidas y de retornos que solo se obtienen en el largo plazo. Estas características contrastan con las preferencias de los agentes financiadores en los mercados de capitales, que tienden a buscar rentabilidades más a corto plazo y tienen una cierta aversión al riesgo¹⁰.

Evidentemente, estas asimetrías son aplicables a cualquier proyecto de inversión. Pero son particularmente relevantes en el caso de los proyectos innovadores acometidos en la economía española, pues en nuestro país la financiación externa procede mayoritariamente de préstamos bancarios, debido a la ausencia de mercados de capitales alternativos suficientemente desarrollados, como pone de manifiesto el que la emisión de bonos

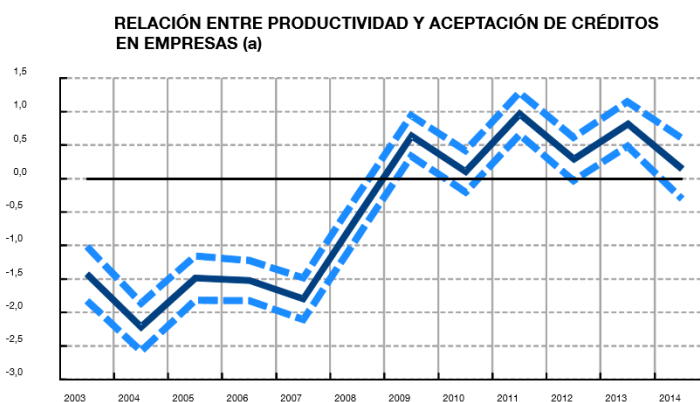
⁸ Véase, por ejemplo, U. Doraszelski y J. Jaumandreu (2013), "R&D and productivity: estimating endogenous productivity", *Review of Economic Studies*, vol. 80, pp. 1338-1383.

⁹ Véase S. Fazzari, R. Hubbard y B. Petersen (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, pp. 141-206.

¹⁰ Véase A. Goodare e I. Tonks (1995), "Finance and Technological Change", en P. Stoneman (ed.), *Handbook of the Economics of Innovation and Technological Change*, Wiley-Blackwell, pp. 298-341.

represente todavía apenas un 10 % de la financiación total recibida por las empresas no financieras españolas, frente al 40 % de Estados Unidos.

Financiación a la innovación



FUENTE: Informe Anual del Banco de España 2015, capítulo IV.

a. Un coeficiente negativo (positivo) significa una correlación negativa (positiva) entre productividad y aceptación de crédito. Las líneas punteadas se refieren a los intervalos de confianza de la estimación.

Es cierto que en el período más reciente han podido observarse un crecimiento de la financiación no bancaria en España y una cierta mejora en la asignación de la financiación bancaria en comparación con la etapa inmediatamente anterior a la crisis, durante la cual las empresas que accedían al crédito se caracterizaban por presentar reducidos niveles de productividad y un elevado peso de activos inmobiliarios en sus balances, lo que explica en buena medida el reducido dinamismo de la productividad agregada en ese período¹¹. En cambio, en la etapa de recuperación ha podido apreciarse que los recursos tienden a dirigirse hacia empresas que presentan una situación económica y financiera comparativamente más favorable, y que son más productivas¹².

En cualquier caso, esta mejora relativa en la asignación del crédito bancario no debería ser óbice para el desarrollo de productos financieros específicos que faciliten la financiación y el crecimiento a empresas innovadoras, de reducida dimensión y/o de nueva creación. En un país como España, donde el tejido empresarial está conformado fundamentalmente por pequeñas empresas, esto es especialmente relevante, dado que estas empresas carecen generalmente de garantías reales, presentan una elevada incertidumbre en la generación de flujos de caja futuros y no disponen de *ratings* crediticios que permitan a los inversores tener una referencia acerca del riesgo asociado a las inversiones en ellas.

Por otro lado, la elevada incertidumbre acerca del retorno previsto de la inversión en I+D+i, así como el dilatado horizonte temporal hasta que se produce su materialización (superior a cinco años)¹³, justifica la intervención de las Administraciones Públicas en su financiación, especialmente en el ámbito de la investigación básica, máxime teniendo en cuenta los efectos positivos -y potencialmente disruptivos- que determinadas inversiones en estos

¹¹ Véase E. Moral-Benito (2018), *The microeconomic origins of the Spanish boom*, Documentos Ocasionales, n.º 1805, Banco de España.

¹² Véase capítulo 2, "La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión", *Informe Anual 2016*, Banco de España.

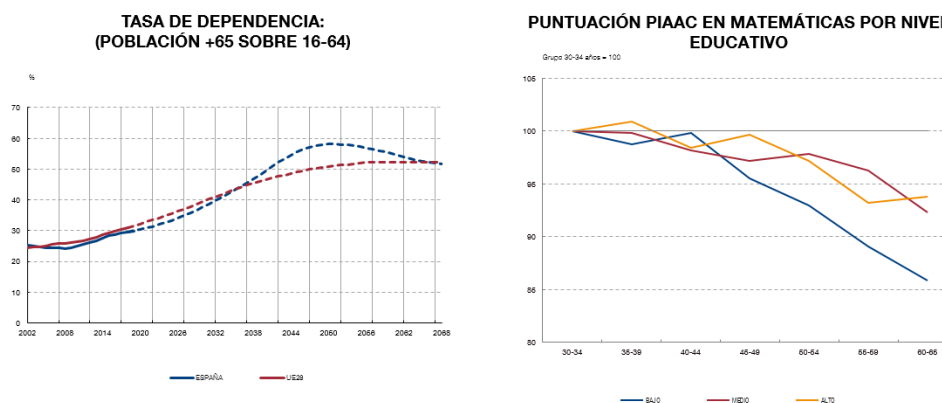
¹³ I. Dierickx y K. Cool (1989), "Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage", *Management Science*, vol. 35, pp. 1504-1511.

ámbitos pueden tener sobre el conjunto de la población. Cabe recordar, en este sentido, que el germen de Internet fue un proyecto de investigación básica para uso militar desarrollado por una agencia del Departamento de Defensa de Estados Unidos, iniciativa que difícilmente habría obtenido financiación por parte del sector privado. Además, las posibles actuaciones públicas no se agotan con la dotación presupuestaria para la inversión en I+D+i, sino que abarcan también aspectos como la introducción de modificaciones en el sistema de promoción y de carrera investigadora para favorecer la entrada y el desarrollo de nuevos investigadores con gran potencial o la reestructuración del conjunto de organizaciones públicas que realizan innovación para explotar sinergias allá donde existan. Asimismo, podrían rediseñarse los sistemas de evaluación de la actividad investigadora pública para que la asignación de recursos entre centros refleje criterios de excelencia académica¹⁴ y cabría desarrollar un marco de colaboración público-privada en el que el sector privado pueda canalizar de modo eficiente fondos públicos a través de un diseño de incentivos bien definido.

El reto demográfico: el envejecimiento poblacional

Los retos asociados al reducido crecimiento de la productividad y a las transformaciones debidas al progreso tecnológico que acabo de describir adquieren aún mayor relevancia cuando se les enmarca en el contexto de la transición a un nuevo paradigma demográfico, caracterizado por un envejecimiento poblacional que, aunque afecta a buena parte de las economías occidentales, tiene una incidencia especialmente aguda sobre nuestro país.

El reto del envejecimiento



Fuente: INE, Eurostat y OCDE (PIAAC 2013).

En efecto, la combinación de una baja tasa de natalidad, una alta longevidad y la próxima jubilación de la generación conocida como del *baby boom* hace de España uno de los países donde se espera que la tasa de dependencia, que mide la proporción de personas con al menos 65 años en relación con la población de entre 16 y 64, aumente en mayor medida. En concreto, de acuerdo con las últimas proyecciones del Instituto Nacional de Estadística, la tasa de dependencia crecerá desde el 29,9 % en 2019 hasta el 58,1 % en 2050, es decir, prácticamente se doblará en tres décadas. Este incremento en la tasa de

¹⁴ Véase el informe de 2014 *ERAC peer Review of the Spanish Research and Innovation System*, encargado por la Comisión Europea.

dependencia española supera ampliamente al proyectado para el conjunto de la Unión Europea, donde se multiplicaría por 1,6 en el mismo período, según Eurostat.

Este cambio en la composición de edades de la población española tiene efectos sobre un conjunto muy amplio de aspectos económicos. El más obvio es quizá el reto que implica para nuestro Estado del Bienestar. El aumento de la población de más edad genera una presión al alza en el gasto del sistema de pensiones, de sanidad y de dependencia, que supone un reto para su sostenibilidad financiera, que es necesario afrontar con prontitud.

Pero los desafíos asociados al envejecimiento poblacional no se circunscriben únicamente al gasto público asociado al Estado del Bienestar. Sus implicaciones abarcan muchas más facetas del ámbito económico, desde el crecimiento potencial de la economía hasta el propio manejo de las políticas económicas.

En primer lugar, me gustaría señalar la conexión profunda que existe entre el envejecimiento poblacional y el crecimiento a largo plazo de la economía. Este último, como hemos visto, responde a cambios en el empleo y en la productividad, y esta, a su vez, está inextricablemente ligada al progreso técnico. Así, la extensión de la vida laboral a edades más avanzadas resulta importante para evitar caídas en la tasa de empleo, sosteniendo de este modo la capacidad de crecimiento a largo plazo. Sin embargo, existe evidencia que muestra que las habilidades necesarias para el uso de las nuevas tecnologías están menos presentes en los trabajadores de más edad, debido tanto a su menor acumulación de capital humano como a su depreciación a lo largo del tiempo. De este modo, una población más envejecida puede suponer también una dificultad para el crecimiento de la productividad, en la medida en que las tecnologías digitales tienden a complementarse mejor con los trabajadores con mayores habilidades para usarlas, que suelen ser los jóvenes¹⁵.

Con respecto al impacto del envejecimiento sobre la conducción de las políticas económicas, cabe destacar que, en el marco de la política monetaria, los bancos centrales nos enfrentamos a un escenario que algunos han denominado “el nuevo normal”, caracterizado por bajos tipos de interés y expansión de los balances. Si bien parte de esta situación responde, indudablemente, al legado de la crisis financiera, existen otras causas de más largo plazo que inciden en la persistencia de un entorno de tipos bajos, entre las cuales los factores demográficos tienen una importancia capital, a través del aumento asociado a la tasa de ahorro. Este escenario recorta el espacio de respuesta de la política monetaria convencional ante futuras crisis y plantea la conveniencia de abordar una discusión sosegada sobre la estrategia más adecuada para la conducción de la política monetaria en el futuro.

La política fiscal, en su vertiente de ingresos públicos, también se ve condicionada por el proceso de envejecimiento poblacional. En concreto, existe evidencia de que la composición de la renta o la cesta de consumo varían a lo largo del ciclo vital, de forma que el cambio en la composición de las bases fiscales podría llevar a variaciones sustanciales de la recaudación impositiva.

¹⁵ Véase D. Acemoglu y D. Autor (2011), “Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings”, *Handbook of Labor Economics*, 4, pp. 1043-1171.

Conclusión

En resumen, en los últimos trimestres hemos sido testigos de una desaceleración de la economía global, que ha sido particularmente intensa en el área del euro y que ha afectado también a la economía española. Como resultado, las proyecciones macroeconómicas se han revisado a la baja en la mayoría de los países, incluido España, y el diagnóstico sobre el balance de los riesgos se mantiene también a la baja como resultado, sobre todo, de las incertidumbres geopolíticas, sobre el desarrollo de las tensiones comerciales y el *brexit*, y, en nuestro caso, sobre el curso futuro de las políticas económicas.

En este contexto, la economía española, a pesar de las mejoras logradas durante la recuperación, sigue enfrentándose a desequilibrios importantes, entre los que destacan los elevados niveles de desempleo, endeudamiento público y endeudamiento exterior. Además, nuestra capacidad de crecimiento futura se ve limitada por una dinámica muy débil de la productividad y el previsible impacto del envejecimiento poblacional.

En este contexto, resulta urgente que el gobierno resultante de las próximas elecciones cuente con la iniciativa y los apoyos suficientes para realizar las reformas que permitan atajar las vulnerabilidades que todavía subsisten en la economía española y para aumentar su capacidad de crecimiento. Es, por tanto, la hora de encender las luces largas y de forjar amplios consensos que aumenten el bienestar de las generaciones venideras.

Muchas gracias.