

31.10.2018

Comparecencia del gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía del Congreso

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Señorías:

Quisiera comenzar mi primera comparecencia ante esta cámara como gobernador del Banco de España expresando mi sincero agradecimiento por los comentarios que sobre mi persona realizaron los representantes de los grupos parlamentarios cuando el anterior ministro de Economía, Industria y Competitividad -don Román Escolano-, presentó la propuesta de mi nombramiento ante esta cámara. De igual modo valoro singularmente todas sus sugerencias y opiniones en torno al funcionamiento y a los cometidos del Banco de España. Tomo esas sugerencias como un acicate para realizar mejor mi labor, que me comprometo a desempeñar, tal y como me obliga la Ley de Autonomía, con total independencia.

A tal fin, quisiera aprovechar para anunciar que el Banco de España ha comenzado a trabajar en un ambicioso proyecto de planificación estratégica para los próximos años. En él se abordarán, con un enfoque integrado y de futuro, la mayoría de las cuestiones que entonces suscitaron sus señorías, así como otros aspectos que consideramos esenciales para que el Banco de España pueda desarrollar mejor sus funciones y aportar mayor valor a la sociedad, en el contexto del Eurosistema y de la nueva gobernanza económica de la zona del euro.

Como tuve ocasión ya de expresar en el acto de mi toma de posesión, los objetivos principales son aumentar la presencia y la influencia del Banco de España a escala europea y global, y reforzar la capacidad de identificación temprana de los riesgos y las vulnerabilidades para la estabilidad financiera y macroeconómica de la economía española, así como la capacidad de respuesta para mitigar esos riesgos y evitar que se materialicen. En definitiva, se trata de lograr una institución más abierta y transparente, con una mayor flexibilidad y eficiencia, que obtenga el mayor provecho de sus recursos tanto humanos como materiales, siempre con la independencia, el rigor intelectual y la excelencia como valores esenciales.

Tras esta introducción, permítanme que aborde el objeto central de esta comparecencia. Como sus señorías conocen, a finales de mayo el Banco de España hizo público su *Informe Anual*, en el que se repasa la evolución económica y financiera de la economía española, y del entorno europeo e internacional, así como sus principales retos y vulnerabilidades.

El *Informe Anual* es la principal publicación del Banco de España en el ámbito de sus funciones como autoridad monetaria y de asesoramiento al Gobierno en materia de políticas económicas. Por ello, me gustaría comenzar resumiendo los principales aspectos de la situación actual de la economía española y de su entorno exterior, así como sus riesgos a corto y medio plazo, para pasar posteriormente a describir los retos que enfrenta nuestro país en un horizonte más amplio.

Entorno exterior

En relación con el entorno exterior, la economía mundial está mostrando en lo que llevamos de año síntomas de desaceleración, tras el elevado crecimiento registrado en 2017 (véase gráfico 1). Unas condiciones financieras globales menos laxas (que en el caso de algunas economías emergentes se han traducido en importantes tensiones financieras), el incremento del proteccionismo (en particular, con la escalada arancelaria entre Estados

Unidos y China), y el aumento de la incertidumbre geopolítica a escala global y europea, son algunos de los principales factores que están detrás de la desaceleración.

Al endurecimiento de las condiciones financieras globales ha contribuido, entre otros factores, la progresiva normalización de la política monetaria de la Reserva Federal estadounidense, que está teniendo lugar a mayor ritmo que en otras áreas, dada la posición relativamente avanzada de los Estados Unidos en su ciclo económico. Hasta la fecha, se han visto afectados principalmente los países con mayores vulnerabilidades en términos de necesidades de financiación externa y en moneda extranjera (como son los casos de Turquía y Argentina).

Por su parte, la inflación mundial, que se mantuvo contenida en 2017, solo se ha elevado gradualmente en la primera mitad de 2018, a pesar del aumento de los precios del petróleo. En las economías avanzadas, la inflación subyacente continúa mostrando registros relativamente moderados (véase gráfico 2).

En el área del euro, tras experimentarse en 2017 una expansión robusta (véase gráfico 3), la desaceleración económica está siendo algo más pronunciada que la que se proyectaba hace unos meses y, además, se ha extendido a la mayoría de los países del área. En este contexto, cabe destacar la pérdida de dinamismo de las exportaciones y, en el ámbito interno, el incremento de la incertidumbre política en Italia, que está afectando de manera importante a los mercados de deuda soberana de ese país, si bien hasta el momento, los efectos sobre el resto de mercados del área del euro han sido limitados.

Además, los riesgos para el crecimiento global se han acentuado. Entre estos riesgos destacan los derivados del incremento de las políticas proteccionistas, de la creciente vulnerabilidad de algunos países y agentes ante una potencial corrección adicional en las condiciones financieras globales, y de la posible intensificación de algunos de los actuales focos de tensión geopolítica. Adicionalmente, en el ámbito europeo, el desenlace del *brexit* o la dirección de las políticas económicas en Italia constituyen importantes focos de incertidumbre. Estos desarrollos, junto con el incremento de los riesgos globales, podrían acabar afectando a las perspectivas de crecimiento del área del euro en su conjunto y, por tanto, a la economía española.

La expansión económica del área del euro no ha venido acompañada hasta la fecha de una aceleración generalizada y sostenida de los precios (véase gráfico 4). En este sentido, el repunte reciente de la inflación, que habría alcanzado el 2,2% en octubre, de acuerdo al indicador adelantado, publicado hoy mismo, responde fundamentalmente al incremento del coste de la energía, mientras que los componentes más estables continúan mostrando ritmos de avance reducidos.

Con todo, la intensidad del proceso de creación de empleo y la reducción progresiva del grado de holgura en el mercado de trabajo en las economías del área están propiciando un repunte gradual de los salarios que, de prolongarse en el tiempo, contribuiría a la recuperación sostenida de la inflación hacia tasas más cercanas al objetivo de estabilidad de precios a medio plazo del Eurosistema, coherente con tasas de inflación inferiores -pero próximas- al 2 %.

Evolución reciente y perspectivas de la economía española

En relación con la economía española, durante el período transcurrido de 2018, esta ha continuado su etapa expansiva, si bien a un ritmo menor que en los años previos, con un crecimiento interanual del PIB real del 2,5 % en el tercer trimestre, tras los aumentos iguales o superiores al 3 % de los tres años precedentes (véase gráfico 5).

Esta desaceleración del crecimiento, que viene anticipando el Banco de España en los últimos trimestres, responde, en parte, al entorno internacional, algo menos positivo en los meses transcurridos de este año, como he descrito con anterioridad. En todo caso, el escenario central de crecimiento de la economía española en los próximos años es coherente, al igual que en el conjunto del área del euro, con tasas de avance superiores a su crecimiento potencial y, por tanto, con una brecha de producción cada vez más positiva.

En cuanto a los precios de consumo, su dinámica continúa viéndose muy afectada por las fluctuaciones del componente energético (véase gráfico 6). El último dato disponible, correspondiente a octubre de este año, muestra un avance interanual, del índice general armonizado, del 2,3%. Sin embargo, la inflación subyacente permanece en niveles moderados, en torno al 1%. A partir del tramo final del año, se proyecta una reducción progresiva de la contribución del componente energético, que tenderá a verse compensada por el fortalecimiento gradual del componente subyacente, en consonancia con la ampliación prevista de la brecha positiva entre el producto observado y el potencial.

La actividad de la economía española continúa apoyándose en unas condiciones financieras holgadas. El mantenimiento del tono acomodaticio de la política monetaria está permitiendo que los tipos de interés medios de la financiación bancaria sigan en niveles próximos a sus mínimos históricos. Asimismo, la situación patrimonial de las familias y de las empresas ha continuado reforzándose a lo largo de 2018.

En consonancia, el consumo privado ha mantenido un crecimiento que, aunque se ha ralentizado a lo largo de este año, permanece elevado y por encima del incremento de la renta disponible real, lo que ha propiciado que la tasa de ahorro se modere hasta niveles históricamente reducidos (véase gráfico 7). A futuro, no obstante, el margen de los hogares para contraer más su ahorro parece limitado.

Por otro lado, las sociedades no financieras han continuado expandiendo su inversión (véase gráfico 8). Como en el caso de los hogares, las condiciones de financiación, en términos tanto de coste como de disponibilidad de fondos, han continuado favoreciendo sus decisiones de gasto, al igual que lo ha hecho el fortalecimiento de su posición patrimonial.

El mantenimiento del pulso inversor es clave, dado que la inversión productiva es un determinante fundamental tanto de la dinámica cíclica de la economía como del crecimiento económico a largo plazo.

Un rasgo característico del actual ciclo expansivo ha sido la compatibilidad del crecimiento económico con un superávit exterior de magnitud significativa (véase gráfico 9). Al sostenimiento de este superávit han contribuido diferentes factores, entre los que querría destacar el aumento significativo de la base de empresas que exportan sus productos regularmente, el incremento de los ingresos procedentes del sector turístico, a pesar de su

reciente desaceleración, o el entorno de tipos de interés reducidos, que ha contribuido a contraer el saldo negativo de la balanza de rentas. No obstante, a futuro, cabe esperar que algunos de estos factores pierdan fuerza, en parte por los efectos de la apreciación del euro, en términos efectivos nominales, y por el encarecimiento del petróleo, lo que dará lugar a una reducción considerable de la capacidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo, que, no obstante, se espera que siga siendo positiva durante los próximos años.

Por el lado del mercado de trabajo desde 2013 se han generado 2,3 millones de empleos. Estos desarrollos, junto con la reducción de la población activa como consecuencia del envejecimiento poblacional, han permitido reducir de forma muy significativa el nivel de desempleo. Así, la tasa de paro se sitúa ya por debajo del 15%, 12 puntos porcentuales (pp) menos que el máximo alcanzado en 2013 (véase gráfico 10), aunque aún muy lejos del nivel observado en el promedio del área del euro (ligeramente por encima del 8 %). En el período más reciente el vigor en el empleo se ha ido moderando en línea con la evolución de la actividad, manteniendo de esta forma un crecimiento de la productividad muy reducido, como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación.

La fuerte creación de empleo ha ido de la mano de un aumento modesto de las retribuciones salariales en los cuatro últimos años. A esto habrían contribuido, principalmente, el elevado grado de holgura en el mercado de trabajo con el que comenzó la actual fase de recuperación y la expectativa de tasas de inflación muy moderadas durante estos años. En cualquier caso, y en línea con la actual fase de recuperación, los convenios colectivos han pasado de acordar una subida salarial del 0,6 % en 2014 al actual 1,7 %, con datos acumulados hasta septiembre. Es esperable que esta mejora siga a futuro, en línea con las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, firmado por los agentes sociales el pasado 25 de junio, con vigencia para los tres próximos años, que promueve incrementos salariales del 2 %, más un 1 % variable condicionado a diferentes conceptos macroeconómicos del sector. Los elementos variables en la negociación colectiva deben valorarse positivamente, en la medida en que en su aplicación se recojan las especificidades de las empresas, de manera que la evolución de los salarios se ajuste lo más posible a la de la productividad del trabajo.

Principales elementos de riesgo en el corto y medio plazo

La visión que les acabo de esbozar sobre la evolución previsible de la economía española no se encuentra exenta de riesgos, que, de materializarse, podrían afectar negativamente al crecimiento económico.

En la vertiente externa, como he comentado con anterioridad, destacan las incertidumbres asociadas a los efectos del proceso de normalización de las políticas monetarias (en particular, en Estados Unidos) sobre las condiciones financieras globales. Otros factores de preocupación son el posible resurgimiento de tensiones geopolíticas o una eventual escalada en la adopción de medidas proteccionistas. En concreto, de particular relevancia para la economía española resultan el desenlace del *brexit* y la situación en Italia.

En el plano interno, la fragmentación parlamentaria que ha caracterizado el devenir de la política a escala nacional durante los últimos años genera asimismo incertidumbre sobre el curso de algunas de las principales políticas económicas, en relación tanto con el necesario proceso de consolidación presupuestaria como con la también necesaria adopción de

nuevas reformas estructurales que permitan aumentar el potencial de crecimiento de la economía. Por otro lado, un hipotético repunte de la incertidumbre, asociada a la situación política en Cataluña, sigue representando un riesgo adicional para la estabilidad económica, especialmente en esa comunidad autónoma.

Logros y límites de la recuperación

La economía española ha completado una fase de crecimiento de cinco años. En concreto, desde finales de 2013 el PIB ha crecido un 14% en términos acumulados, sobre pasando desde mediados de 2017 el nivel precrisis. A esta recuperación habrían contribuido algunas reformas estructurales puestas en marcha durante la recesión, entre las que destacan, en el ámbito interno, las del mercado laboral, la reestructuración y saneamiento de las entidades de crédito, las relativas al sistema de pensiones o los avances en el proceso de consolidación fiscal y, en el ámbito europeo, las diversas medidas aprobadas en estos años, entre las que destaca la puesta en marcha de la Unión Bancaria.

Pero, además, una serie de factores de carácter más transitorio -aunque persistente-, han contribuido de forma decisiva al dinamismo de la recuperación. Entre estos factores destacan el papel desempeñado por la política monetaria del BCE y la aplicación de una política fiscal de carácter expansivo en los últimos años, a los que se unieron la significativa reducción del precio del petróleo entre mediados de 2014 y principios de 2016 y, con posterioridad, la mejora de los mercados exteriores.

En el ámbito de la política monetaria, las distintas actuaciones del BCE han permitido relajar considerablemente las condiciones financieras, actuando como uno de los soportes fundamentales de la recuperación económica del área y contribuyendo a contrarrestar las tendencias deflacionistas que se cernían sobre la región hace unos años. Para la economía española, se estima que durante el período de 2014 a 2018 las medidas del BCE impulsaron el PIB real un 2,3% y el IPC un 1,4% (véase gráfico 11). Estos efectos son de una magnitud bastante similar a los estimados para el área del euro en su conjunto (2,3% y 1,7%, respectivamente).

Por su parte, la política fiscal pasó de registrar un tono expansivo en 2015 y 2016 a mostrar un carácter neutral en 2017, pero volverá a ser expansiva en 2018, una vez se vayan materializando las diversas medidas incorporadas en los Presupuestos Generales del Estado para este ejercicio. A lo largo de los últimos años, la disminución del déficit se ha debido a la mejora cíclica de la economía y al retroceso del gasto en intereses, mientras que el déficit estructural se ha mantenido en niveles todavía elevados, de acuerdo con las estimaciones más recientes de la Comisión Europea.

Ahora bien, cabe esperar que, en el futuro, el papel de los anteriores factores tienda a agotarse progresivamente. Este ha sido el caso ya de los precios del petróleo, cuya evolución se ha revertido desde mediados de 2017, y, en menor medida, de los mercados exteriores, tras la desaceleración reciente. Pero es particularmente relevante en el ámbito de las políticas de demanda (monetaria y fiscal).

En concreto, es de esperar que la política monetaria desempeñe progresivamente un papel menos determinante. El avance de la posición cíclica de la economía del área del euro llevará, según las últimas estimaciones del BCE, a una progresiva recuperación de los niveles de inflación hacia cotas más próximas al 2 % en los próximos años. De hecho, en

la reunión del pasado 14 de junio, el Consejo del BCE llegó a la conclusión de que los avances realizados hasta el momento hacia un ajuste sostenido de la inflación habían sido sustanciales, lo que dio lugar a una reducción gradual de las compras netas de activos, que las sucesivas reuniones posteriores del Consejo de Gobierno han ido confirmado. El anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo, el buen tono subyacente de la economía de la zona del euro y el mantenimiento de un grado elevado de acomodación monetaria ofrecen motivos para confiar en que la convergencia sostenida de la inflación hacia el objetivo del Consejo de Gobierno continuará en los próximos meses, y que se mantendrá incluso después de la finalización del programa de compras netas, en línea con la normalización, -muy gradual-, de la política monetaria anunciada por el Consejo del BCE.

Por su parte, la política fiscal deberá retomar el proceso de consolidación fiscal, dado que tanto la ratio de deuda pública sobre el PIB como el déficit público estructural se mantienen en niveles alejados de los límites establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (véase gráfico 12).

Por otra parte, en los últimos años se ha avanzado notablemente en la corrección de algunos de los desequilibrios de la economía española, como el saneamiento del sistema financiero, la reducción del endeudamiento privado, la recuperación de la competitividad y la consecución de superávits por cuenta corriente persistentes, y el ajuste del sector inmobiliario. Sin embargo, el avance en la corrección de otros desequilibrios ha sido más escaso y la economía mantiene importantes elementos de vulnerabilidad. Entre ellos destacan el alto endeudamiento público, cercano todavía al 100% del PIB, y la todavía elevada posición deudora neta de la nación, a pesar de los superávits por cuenta corriente mencionados. Asimismo, persisten importantes disfunciones estructurales en el mercado de trabajo, como ilustra la todavía elevada tasa de desempleo, y no se termina de asentar un patrón de crecimiento que favorezca de una manera más intensa las actividades con elevada productividad y generación de alto valor añadido. Todo ello, en un contexto en el que el envejecimiento poblacional reducirá, de forma significativa, el crecimiento potencial de la economía, al mismo tiempo que plantea ya retos de calado en el ámbito de las pensiones públicas. Por otra parte, el sistema bancario afronta todavía desafíos relevantes, a los que me referiré posteriormente.

En el contexto descrito con anterioridad, caracterizado por la paulatina pérdida de impulso de los efectos de las políticas de demanda, resulta particularmente deseable que ganen protagonismo las medidas dirigidas a corregir esas vulnerabilidades como factor de apoyo del crecimiento a medio y largo plazo. No debería desaprovecharse el momento actual de expansión económica para realizar las reformas necesarias y ganar margen de maniobra presupuestario para afrontar futuras situaciones cíclicas adversas.

Permitanme que me centre ahora en cada uno de los retos mencionados y las potenciales respuestas de política económica.

Los retos de la economía española

En primer lugar, en relación con la política fiscal, me gustaría subrayar que el mantenimiento de un endeudamiento público elevado durante un período prolongado puede tener efectos negativos sobre el crecimiento económico, dado que encarece la financiación de la economía, obliga a mantener sustanciales superávits primarios que exigen mayores niveles de imposición o menores niveles de gasto productivo, reduce los márgenes de actuación

contracíclicos de la política fiscal para hacer frente a posibles perturbaciones adversas y supone una fuente de vulnerabilidad ante cambios en el sentimiento inversor de los mercados.

Por tanto, resulta prioritario retomar el proceso de consolidación fiscal, que permita la reducción progresiva de la ratio de deuda pública sobre PIB y del déficit estructural, en línea con lo exigido por el marco de reglas fiscales europeas y nacionales.

El proceso de consolidación fiscal debe ser, además, compatible con una mejora de la calidad de las finanzas públicas. El ajuste pendiente debería anclarse en un programa de medio plazo en el que se detallen las medidas que permitan la consecución de los objetivos presupuestarios, así como en una previsión prudente de la evolución macroeconómica y de los ingresos públicos. Además, adquiere especial importancia la composición del ajuste, de forma que se favorezca una mayor contribución de las finanzas públicas al crecimiento potencial de la economía.

Por otra parte, el envejecimiento poblacional supone un reto de primer orden para la sostenibilidad de las finanzas públicas. En concreto, las estimaciones más recientes de su impacto sobre el gasto público en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración revelan un incremento significativo del gasto en estas áreas durante las tres próximas décadas. En el caso del sistema de pensiones, las reformas de 2011 y 2013 incluían una alargamiento progresivo de la edad de jubilación, la aplicación del factor de sostenibilidad, que vincula la pensión inicial al incremento de la esperanza de vida, y un índice de revalorización anual de las pensiones, que ligaba su incremento al equilibrio entre los ingresos y los gastos del sistema. Estas reformas favorecían la corrección gradual del actual déficit del sistema, contrarrestando de modo significativo el efecto del incremento esperado de la tasa de dependencia en el largo plazo.

Sin embargo, los últimos desarrollos legislativos parecen ir en la dirección de relajar la aplicación de los mecanismos actuales de reequilibrio, el factor de sostenibilidad y, sobre todo, el índice de revalorización anual de las pensiones. En concreto, la vuelta a la indexación de las pensiones con la inflación generaría, de acuerdo con los cálculos del Banco de España, un incremento del gasto público superior a 3 pp de PIB en el año 2050 en relación con el escenario de aplicación estricta del índice de revalorización. Garantizar la sostenibilidad financiera del sistema requerirá, por tanto, incorporar medidas adicionales por el lado de los ingresos o de los gastos del sistema. En todo caso, es deseable que cualquier estrategia de reforma elegida aumente la transparencia del sistema, refuerce su contributividad (es decir, la relación entre las contribuciones y las prestaciones), y, en especial, mantenga un mecanismo de ajuste automático que garantice la sostenibilidad de las pensiones futuras de la población.

Asimismo, es importante recordar que el impacto del envejecimiento poblacional no se circumscribe al ámbito de las finanzas públicas, ya que también incide negativamente en la evolución de la tasa de actividad, la productividad y el crecimiento potencial de la economía, por lo que afrontar este fenómeno requiere una aproximación amplia, en lo que se refiere tanto al período temporal contemplado como al conjunto de instrumentos que se deben utilizar.

En este sentido, las perspectivas de crecimiento potencial a largo plazo de la economía española son relativamente modestas (véase gráfico 13). En concreto, de acuerdo con las

estimaciones disponibles, sujetas lógicamente a un cierto grado de incertidumbre, la tasa de crecimiento potencial de nuestra economía habría disminuido desde cerca del 3% anual en 2008 a cotas algo inferiores al 1,5% con posterioridad a la crisis. Este nivel, si bien cercano al del área del euro, es inferior al estimado para las economías desarrolladas más dinámicas. Entre los factores estructurales más relevantes que limitan este crecimiento, destacan el mencionado envejecimiento de la población, el elevado desempleo estructural y el escaso dinamismo de la productividad.

En efecto, a pesar del elevado ritmo de creación de empleo de los últimos años, el desempleo sigue siendo muy elevado, especialmente en determinados colectivos, como los trabajadores con menor formación, que presentan una tasa de paro que supera el 25% (véase gráfico 14). Esta dificultad de algunos colectivos a la hora de encontrar trabajo provoca que, según los datos del tercer trimestre de 2018, prácticamente la mitad de los desempleados lleven en esta situación más de un año. En este ámbito, cobra particular importancia la mejora de la calidad del empleo, que se ve afectada por la elevada parcialidad involuntaria y la corta duración de los contratos. Esta elevada segmentación del mercado de trabajo dificulta, además, las mejoras de productividad.

Estas ineficiencias del mercado se encuentran también detrás -al menos parcialmente- de la evolución de la desigualdad en España durante la crisis. Durante la última recesión que sufrió nuestra economía, la fuerte destrucción de empleo, concentrada en algunos colectivos, y la precariedad de muchas relaciones contractuales que surgían de ese contexto macroeconómico más incierto provocaron un crecimiento de la desigualdad de la renta per cápita, a pesar de que los diferenciales salariales entre trabajadores oscilaron menos que en otros países de nuestro entorno. La actual fase de recuperación y, en particular, la fuerte creación de empleo están permitiendo una cierta corrección en la evolución de la desigualdad de la renta per cápita. No obstante, a futuro, las reducciones adicionales de los indicadores de desigualdad de renta dependerán de que continúe disminuyendo el desempleo, lo que requiere mejoras en la empleabilidad de los colectivos con menor formación, así como del aumento de horas efectivamente trabajadas por los ocupados con menores salarios. En todo caso, las causas que se encuentran detrás de la dinámica de la desigualdad y de sus efectos son complejas, y su conocimiento exige analizar en profundidad las distintas dimensiones relevantes (salarios, renta del hogar, consumo y riqueza, entre otros), como requisito esencial para el diseño de las políticas públicas que favorezcan un crecimiento socialmente sostenible.

En este contexto, permítanme que haga una referencia a la discusión sobre el salario mínimo interprofesional (SMI). En el *Informe Anual* se hace mención al efecto de los incrementos aprobados en 2017 y 2018, del 8% y del 4%, respectivamente. En este sentido, la evidencia empírica disponible sobre los efectos de subidas del SMI ofrece una elevada variedad de resultados, si bien, en general, tiende a identificarse que el aumento del salario mínimo tiene un efecto negativo —aunque limitado— sobre el empleo agregado en la economía. No obstante, de acuerdo con esta misma evidencia, su impacto sobre la probabilidad de perder el empleo resulta significativo en el caso de determinados colectivos, como los más jóvenes y los de mayor edad con menor formación, cuya tasa de paro es aún muy elevada, y que muestran un nivel de productividad menor que el promedio. El nivel del SMI y sus incrementos anuales deberían diseñarse, por tanto, teniendo en cuenta la productividad de los trabajadores afectados y su grado de empleabilidad si se

quieren evitar efectos no deseados, en forma de pérdida de empleo y aumento de la desigualdad.

Para afrontar los retos de nuestro mercado laboral, la política económica debe, en primer lugar, impulsar una evaluación de las políticas activas, especialmente entre los colectivos con menor formación, para focalizar los recursos en aquellas acciones que sean más efectivas de cara a aumentar la empleabilidad. En segundo lugar, futuros cambios en el marco laboral deberían servir para avanzar en la reducción de la temporalidad y la excesiva rotación contractual, sin menoscabar la creación de empleo y en particular, la oferta de empleo indefinido. En tercer lugar, se deben habilitar mecanismos que faciliten una mayor alineación entre las condiciones salariales de cada empresa y su nivel de productividad. Asimismo, se debe favorecer la conciliación laboral y familiar, fomentar la natalidad y acompañar los flujos migratorios a la demanda de perfiles profesionales. Finalmente, como acabo de comentar en relación con el salario mínimo, las medidas dirigidas a proteger las rentas más bajas deben diseñarse de modo que no disminuyan la empleabilidad.

Por otra parte, el crecimiento de la productividad de los factores de la economía española sigue siendo reducido (véase gráfico 15). El modesto crecimiento de la productividad se ha asociado tanto a un menor ritmo de avance de la productividad media de las empresas en relación con los países de nuestro entorno como a una asignación de recursos hacia las empresas menos productivas a lo largo de la última expansión. Atajar estos problemas requiere una mejora del marco competitivo empresarial.

Con respecto a esta última cuestión, en la última década se ha recuperado buena parte de las pérdidas de competitividad, medida esta a partir de los indicadores de costes laborales unitarios relativos, acumuladas durante la fase de expansión frente al conjunto del área del euro (véase gráfico 16). Esta mejora viene explicada, principalmente, por las mejoras de productividad del factor trabajo, asociadas a la fuerte destrucción de empleo durante la crisis, y por la moderación salarial. Sin embargo, la corrección asociada a los márgenes empresariales ha tenido una importancia menor. Este hecho, que en un primer momento podía asociarse a la necesidad de las empresas de mejorar su posición financiera, puede estar mostrando en la actualidad un cierto déficit en el grado de competencia empresarial en algunos sectores, cuya persistencia puede dificultar la asignación adecuada de recursos, los incentivos y la capacidad innovadora y, en general, el bienestar de los consumidores.

Para favorecer un nivel adecuado de competencia, además de reducir las barreras de entrada en algunos sectores, se deberían revisar determinadas regulaciones que entorpecen el desarrollo de nuevas empresas productivas, bien porque ofrecen incentivos contrarios al desarrollo del crecimiento empresarial, o bien porque dificultan la salida del mercado de compañías cuyo nivel de productividad es subóptimo, limitando así la correcta asignación de los recursos productivos de nuestra economía.

Asimismo, el incremento de la productividad exige mejoras en capital humano y tecnológico. En este sentido, resulta necesario reforzar el marco legal educativo, para eliminar la brecha que España muestra en los indicadores de calidad educativa frente a otros países desarrollados, y afrontar sin demora los retos que para el sistema educativo y de formación plantean la globalización, el progreso tecnológico y la automatización de tareas.

Por otro lado, a lo largo de la crisis ha aumentado la brecha de España respecto a sus socios europeos en cuanto a capital tecnológico, debido a un menor gasto en I+D sobre PIB, tanto en el sector público como, sobre todo, en el privado. A las características estructurales que limitan la capacidad innovadora de las empresas (en términos de capital humano, capacidades empresariales, estructura productiva, competencia empresarial y financiación), se unen un diseño mejorable del sistema público de investigación y una débil dotación presupuestaria pública en el ámbito de la innovación.

Los retos del sector bancario español

Finalmente, permítanme concentrarme en algunos de los principales desafíos a los que se enfrenta el sector bancario español. A pesar de los importantes avances logrados en los últimos años en términos de rentabilidad, solvencia y liquidez, aquel sigue enfrentándose a algunos retos significativos, que son en gran medida compartidos por otros sistemas bancarios de la UEM. La superación de dichos retos es clave para situar las entidades españolas en una posición de fortaleza suficiente desde la que contribuir al crecimiento económico y a la creación de empleo.

El primero de los retos de este sector es la reducción de los activos deteriorados por la crisis. Como puede observarse en el gráfico 17, en junio de 2018 el volumen de activos dudosos había disminuido un 60% desde su nivel máximo, pero permanecía todavía en cotas elevadas. Los activos adjudicados lo habían hecho un 40%. El crecimiento económico seguirá contribuyendo a que se mantenga la pauta de descenso de los activos deteriorados. No obstante, es necesario que las entidades profundicen en la aplicación de políticas de gestión activa de sus activos deteriorados. En este sentido, hay que tener en cuenta que el mantenimiento de niveles elevados de activos dudosos tiene efectos negativos tanto sobre las propias entidades como sobre el conjunto de la economía, lo que justifica el especial interés que desde las autoridades económicas y supervisoras tenemos en que las entidades tomen las medidas oportunas en este ámbito.

La recuperación de la rentabilidad es otro de los desafíos a los que se enfrenta el sector bancario español. Aunque la rentabilidad de las entidades españolas ha returnedo a valores positivos y se sitúa algo por encima de la media de la UE (como muestra el gráfico 18), continúa por debajo de los registros alcanzados antes de la crisis y de los relativos a los sistemas bancarios de algunas economías desarrolladas que se han comportado mejor en este aspecto. Dicho reducido nivel actual de la rentabilidad se concentra en el negocio que las entidades tienen en España, al tiempo que la actividad en el extranjero, que ha supuesto para las entidades una valiosa fuente de diversificación de riesgos durante la crisis, tampoco está exenta de retos, especialmente en el momento actual en el que algunas de las economías en las que las entidades españolas se hallan expuestas -como Turquía y Argentina-, están atravesando dificultades notables.

En todo caso, las entidades deben afrontar el desafío de la baja rentabilidad de su negocio nacional sin incurrir en una relajación excesiva de los criterios de admisión y selección en las operaciones crediticias.

El tercer reto al que se enfrenta el sector bancario es el asociado con el proceso de adaptación a un marco regulatorio más exigente, que implica requisitos más elevados de recursos propios y activos líquidos, así como otros adicionales derivados de la nueva normativa de resolución. Las entidades españolas ya se han adaptado en gran medida a

las nuevas exigencias, situándose sus ratios de liquidez y de solvencia por encima de los requerimientos mínimos, aunque en el caso de la ratio de capital CET 1, como puede apreciarse en el gráfico 19, su nivel es comparativamente menor que el de los sistemas bancarios de la eurozona, lo que subraya la necesidad de que las entidades refuerzen sus niveles de capital. Cabe señalar que, aunque la mayor parte de los cambios regulatorios se han producido ya, todavía quedan algunas reformas pendientes de aplicar en su totalidad, como la revisión de Basilea III y los requisitos de MREL, que exigirán nuevas adaptaciones por parte de las entidades.

Por último, el mayor reto de futuro al que se enfrentan las instituciones crediticias españolas es el relacionado con el nuevo marco competitivo derivado de las nuevas tecnologías y del avance de la desintermediación financiera. En particular, en lo que se refiere a las nuevas tecnologías, aunque existe elevada incertidumbre, este es seguramente el reto (y la oportunidad) más importante para las entidades a medio y largo plazo. Estas tecnologías pueden alterar rápidamente el marco competitivo, incrementando la competencia en algunos segmentos y cambiando la demanda y la forma de proveer servicios bancarios, lo que obligará a las entidades a reaccionar anticipándose y adaptándose al nuevo entorno, aunque ello suponga un aumento de costes a corto plazo.

El hecho de que el actual grado de penetración de las nuevas tecnologías en España sea comparativamente reducido, como refleja el gráfico 20, junto con la existencia de una extensa red de oficinas bancarias en nuestro país, hace pensar que existe un amplio margen para el crecimiento de la banca digital y la obtención de ganancias de eficiencia, lo que supondría una oportunidad para la expansión del negocio de las instituciones bancarias españolas.

Asimismo, el avance de la desintermediación financiera es otro desafío para el sector bancario, cuya intensidad dependerá de factores coyunturales y estructurales relacionados con la evolución de la política monetaria, la aparición de nuevos competidores, los avances en la unión de mercados de capitales y las tendencias del ahorro a largo plazo.

Los retos del área del euro

Permitanme referirme, finalmente, a los retos que enfrenta el área del euro, dado que las perspectivas de la economía española dependen también crucialmente de que estos se afronten adecuadamente.

En este sentido, a pesar de las mejoras de la arquitectura europea que se han desarrollado durante los últimos años, resulta necesario seguir avanzando en mejorar la estabilidad de la UEM, lo que requiere pasos adicionales tanto en el ámbito de la reducción de riesgos como en el de la compartición de estos entre los Estados miembros.

Cabe recordar que, tras varios ejercicios en los que los avances en la reforma institucional de la UEM han sido limitados, ahora hace más de un año que la Comisión Europea tomó la iniciativa al reabrir el debate con el documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria.

Este debate ha revelado visiones divergentes sobre el papel que deben desempeñar los elementos de responsabilidad nacional y de solidaridad entre Estados miembros en el marco institucional del área del euro para dotarla de mayor estabilidad y prosperidad. En la

cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de los países del euro de junio de 2018 se alcanzaron algunos acuerdos para avanzar en la reforma institucional y abordar varios retos urgentes. Así, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) actuará como respaldo financiero común del Fondo Único de Resolución (FUR) y se reforzará su papel en el diseño y la supervisión de los programas de asistencia, con una posible revisión de sus instrumentos. Durante el último tramo de este año, el Eurogrupo debe trabajar en estas dos iniciativas de cara a su adopción en la cumbre de diciembre.

Además, el Eurogrupo deberá seguir debatiendo sobre otros posibles elementos para completar la Unión Económica y Monetaria. En particular, sería deseable definir una hoja de ruta para la creación de un Sistema de Garantía de Depósitos Europeo (EDI) con suficiente respaldo fiscal mutualizado. En los ámbitos económico y fiscal, es necesario también crear algún tipo de mecanismo común de aseguramiento cíclico, que permita reducir los costes de ajuste de los países que experimenten perturbaciones asimétricas, pero también contribuir a diseñar una política fiscal más adecuada a escala del área en su conjunto y así evitar que, en casos de crisis severas, la política monetaria vuelva a ser la única herramienta disponible para sostener la demanda agregada.

En un futuro, será también necesario seguir avanzando en la Unión del Mercado de Capitales, que resulta esencial para alcanzar una mayor integración de los mercados de capital, fortalecer la unión bancaria y potenciar los mecanismos privados para una asignación eficiente de los recursos financieros y los riesgos asociados a su inversión a escala del conjunto de la Unión Europea.

Conclusiones

Como ven, el *Informe Anual* del Banco de España proporciona un análisis y un diagnóstico ambiciosos de la economía española.

Las principales conclusiones del Informe, elaborado en la primera mitad de este año, siguen siendo fundamentalmente válidas, pese a la mayor intensidad de la desaceleración que parece estar mostrado la economía mundial, europea y española:

- En primer lugar, la necesidad de aprovechar un crecimiento económico todavía por encima del potencial para afrontar con prontitud y determinación el necesario proceso de consolidación fiscal. En este sentido, tiene particular relevancia, por sus implicaciones a medio plazo, garantizar la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones. Para ello se hace imprescindible un paquete integral de actuaciones que aborde las repercusiones del envejecimiento poblacional sobre la economía.
- En segundo lugar, las actuales condiciones cíclicas deben también aprovecharse para intensificar la agenda de reformas estructurales y evitar su reversión. En relación con el mercado laboral, se debería reducir la temporalidad y la excesiva rotación contractual sin menoscabar la creación de empleo, focalizar las políticas activas en aquellas acciones que sean más efectivas de cara a aumentar la empleabilidad y habilitar mecanismos que faciliten una mayor alineación entre las condiciones salariales de cada empresa y su nivel de productividad. Adicionalmente, resulta necesario complementar las reformas en los mercados de factores con reformas en los mercados de bienes que fomenten la competencia

empresarial y la competitividad. El incremento de la productividad de la economía exige, asimismo, mejorar el capital humano y tecnológico.

- En tercer lugar, en el ámbito financiero, el sistema financiero español se sigue enfrentando a algunos retos significativos. Entre estos, destacan: i la necesidad de que las entidades perseveren en la gestión activa de sus activos deteriorados con el fin de que el sistema financiero pueda seguir apoyando desde la provisión del crédito el crecimiento económico; ii la recuperación de los niveles de rentabilidad sin incurrir en una relajación indebida de los criterios de concesión de operaciones; iii la necesidad de que las entidades de crédito refuerzen sus niveles de capitalización, con el fin de adaptarse a un marco regulatorio más exigente, y, finalmente, iv abordar el reto competitivo derivado de la emergencia de nuevas tecnologías, competidores y servicios en el ámbito financiero.

La materialización de algunos de los riesgos que se atisbaban hace medio año sobre la economía no hace sino acentuar la relevancia de los retos de medio y largo plazo que se destacan en el Informe y la necesidad de encarar estos retos con prontitud y suficiente determinación, según he tratado de enfatizar hoy.