

**01.03.2018**

**Evolución de la situación económica**  
Asociación Española de Directivos, Santa Cruz de Tenerife

Luis M. Linde  
Gobernador

---



## **Introducción**

Quiero empezar agradeciendo a la Asociación Española de Directivos de Tenerife su amable invitación para estar hoy con ustedes.

## **El entorno europeo**

Voy a dedicar mi intervención a la situación actual de la economía española. Empezaré mi presentación resaltando el buen momento cíclico en el que se encuentra el área del euro, nuestro entorno económico más cercano. La fase expansiva en la que está inmersa la economía de la eurozona se puede calificar de robusta y dinámica, generalizada a todos los sectores productivos y países.

La economía del área euro comenzó a mostrar fortaleza en los meses finales de 2016 y se intensificó en la segunda parte del año pasado, de modo que el PIB terminó 2017 creciendo a un ritmo de un 2,7%, tasa no observada desde el inicio de la unión monetaria y significativamente por encima de lo esperado un año antes. Estas cifras superan ampliamente las estimaciones del crecimiento del PIB potencial del conjunto del área y contribuyen, por tanto, a la desaparición de la brecha negativa de producción que generó la crisis.

Una de las características de la actual fase expansiva es su intensidad en términos de creación de empleo, de forma que el conjunto del área del euro ha superado ya los niveles de ocupación previos a la crisis. La moderación salarial y las reformas llevadas en algunos países han facilitado la vigorosa respuesta del empleo al crecimiento económico. La tasa de paro en el conjunto del área euro ha descendido hasta un 8,7%, frente a niveles próximos al 13% en los peores momentos de la crisis, aunque presenta diferencias sustanciales entre países, desde una tasa de desempleo inferior al 4% en Alemania, hasta un 20% en Grecia o un 16,5% en España.

Además, se observa un patrón de crecimiento económico equilibrado. Al vigor del consumo privado, único motor del crecimiento al inicio de la recuperación, se ha añadido más recientemente el dinamismo de la inversión empresarial. Unos costes de financiación reducidos, el buen comportamiento de la demanda final y la elevada utilización de la capacidad productiva están permitiendo que la inversión recupere los registros previos a la crisis. No obstante, persisten factores que podrían limitar los proyectos de inversión a medio plazo, como son unas expectativas de crecimiento potencial reducido, el proceso todavía en marcha de ajuste de los balances y de corrección de los altos niveles de endeudamiento empresarial, así como los problemas que crean incertidumbre política.

Las exportaciones del área del euro, impulsadas por un mayor dinamismo del comercio mundial, también están contribuyendo a la pujanza de la actividad. Y ello, a pesar de la notable apreciación del euro observada desde la primavera pasada.

Sin duda, un importante elemento de soporte de la recuperación ha sido el mantenimiento de una política monetaria expansiva, que ha permitido relajar las condiciones de financiación, contribuyendo al sostenimiento del consumo privado y a la recuperación de la inversión. En concreto, las estimaciones realizadas por el Banco de España sugieren que el

conjunto de medidas de política monetaria adoptadas desde mediados de 2014 podrían explicar cerca de la mitad del crecimiento nominal del PIB del área del euro entre 2015-2017.

Sin embargo, el dinamismo de la actividad no se ha visto acompañado todavía de un aumento sostenido de la tasa de inflación. Una vez que se excluyen los componentes más volátiles, como el precio de la energía y los alimentos no elaborados, la inflación subyacente permanece, desde hace ya varios años, en niveles reducidos, en torno al 1%. Detrás de este comportamiento de los precios se encuentran múltiples factores, algunos de carácter externo, como la globalización, la evolución del precio del petróleo y de otras materias primas, o los avances tecnológicos, que han ejercido efectos muy persistentes en los precios.

Pero, además, hasta la fecha, se han observado crecimientos salariales muy contenidos en el conjunto de la eurozona, que contrastan con la clara mejoría del empleo. La baja productividad, el peso de la inflación pasada en los procesos de fijación de salarios y la existencia todavía de un cierto grado de holgura en los mercados de trabajo del área -como refleja el elevado paro de larga duración o la presencia de un volumen notable de empleo a tiempo parcial involuntario-, dificultan, en mi opinión, un mayor crecimiento de las rentas salariales.

### **La recuperación de la economía española**

Paso ahora a los rasgos fundamentales de la recuperación de la economía española y a las perspectivas de continuación de la fase expansiva.

La presente recuperación está siendo muy intensa. El PIB creció en 2017 un 3,1%, marcando así el tercer año consecutivo con un crecimiento superior al 3%. La fortaleza del crecimiento, que a lo largo de toda la etapa expansiva está excediendo al observado en el conjunto del área del euro, ha permitido que a mediados de 2017 el PIB de la economía española recuperara el nivel previo a la crisis.

Una característica relevante del período expansivo actual es que el crecimiento sostenido de la actividad ha dado lugar a un elevado ritmo de avance del empleo. En este terreno queda, no obstante, mucho por conseguir, pues el nivel actual de ocupación todavía dista mucho del anterior a 2008.

Otro elemento destacado de la recuperación actual son los progresos realizados en el restablecimiento de los equilibrios macroeconómicos y financieros, lo que está ejerciendo un papel clave a la hora de explicar la intensidad y duración de la actual fase alcista. En este sentido, cabe destacar el mantenimiento de un notable saldo exterior positivo y la consiguiente reducción del sobreendeudamiento de la economía y, en particular, de su sector privado; avances que han resultado esenciales para recuperar la confianza de los inversores extranjeros y de las familias y empresas españolas.

El saldo por cuenta corriente se situó en 2017 cerca del 2% del PIB, cifra similar a la observada el año precedente y superior a las registradas en los primeros años de la recuperación. Es cierto que algunos elementos que han contribuido a esta mejora del saldo

exterior de la economía tienen efectos que se agotan en el tiempo. Este es el caso de los precios del petróleo que, a pesar del repunte reciente, siguen siendo inferiores a los vigentes hasta mediados de 2014. Asimismo, la mejora en las condiciones de financiación que se ha producido en los últimos años ha permitido un importante abaratamiento de los pagos por intereses al exterior.

Otros elementos explicativos de la mejora del saldo frente al resto del mundo tienen carácter estructural. Me estoy refiriendo a la mejora de la competitividad de la economía, cuya manifestación más sobresaliente es, quizás, la notable corrección de los costes laborales unitarios frente al conjunto del área del euro que se ha observado desde el inicio de la crisis.

Es destacable, por tanto, que, a diferencia de anteriores fases expansivas, la actual se está caracterizando porque el aumento de gasto de las familias y empresas españolas está siendo compatible con el desendeudamiento de la economía, de modo que no estamos, si se me permite la expresión, “comprando” crecimiento a expensas del crédito del resto del mundo. Este rasgo confiere a la actual expansión un carácter más sostenible en el tiempo y menos vulnerable ante posibles fuentes de riesgo.

### **Las perspectivas**

¿Qué cabe esperar entonces de los años venideros?

En este contexto me voy a referir a las proyecciones más recientes del Banco de España, publicadas el pasado mes de diciembre. En el escenario central se prevé que la fase expansiva continúe en el próximo trienio, en un contexto en que los avances en la corrección de los desequilibrios sigan constituyendo un soporte tanto del gasto interno, como de las exportaciones. Al mismo tiempo, se espera que el ritmo de crecimiento del PIB sea algo menos elevado que el observado en los últimos tres años.

Por componentes, el avance del producto en los próximos años continuará sustentado tanto en el dinamismo de la demanda nacional privada, como en la aportación positiva de la demanda exterior neta. Por lo que respecta a la demanda nacional, cabe esperar una desaceleración moderada del consumo privado, en un contexto de menores avances del empleo, tras varios años de fuerte crecimiento como consecuencia de la demanda embalsada durante la crisis.

La inversión en vivienda continuará creciendo notablemente, impulsada por la creación de empleo y la disponibilidad de crédito en condiciones favorables. Asimismo, la inversión empresarial mantendrá un tono vigoroso, en línea con la evolución esperada de la demanda final, en un contexto en que los avances en el proceso de saneamiento de los balances empresariales han sido muy notables y en el que se espera que persistan unas condiciones financieras holgadas.

En cuanto a la demanda externa, se prevé que las ganancias de competitividad acumuladas a las que antes he aludido y las buenas perspectivas para el conjunto de la economía internacional, y en particular, para el área del euro, sigan traduciéndose en un comportamiento dinámico de las exportaciones españolas.

## Riesgos

Este escenario predominantemente favorable está sometido a diversas fuentes de riesgo.

Por ejemplo, la evolución de los mercados financieros mundiales. En el mes de febrero hemos observado cómo las elevadas valoraciones alcanzadas por algunos activos financieros pueden dar lugar a episodios de corrección de precios y de notable repunte de volatilidad. Una eventual intensificación de estos episodios, que hasta la fecha han tenido su origen en los mercados estadounidenses, podría tener consecuencias adversas sobre la actividad económica y sobre la estabilidad financiera.

Por otro lado, resulta complicado anticipar tanto la evolución de proceso de salida del Reino Unido de la UE, como las propias consecuencias del mismo en términos de los intercambios de bienes y servicios o de los movimientos de personas y capitales. Pero, en todo caso, una prolongación de la incertidumbre sobre el acuerdo final intensifica los riesgos de impacto adverso sobre la actividad.

En la esfera interna subsisten los riesgos asociados a la situación política en Cataluña. El escenario central de nuestras proyecciones de diciembre incorporaba los efectos negativos del aumento de la incertidumbre relacionado con las tensiones políticas. En concreto, en aquella ocasión se estimó que el alcance de los acontecimientos ya observados sería relativamente limitado y transitorio, aunque no despreciable.

Hasta la fecha, la información disponible parece confirmar que la evolución económica reciente no dista mucho del escenario anticipado, con efectos que parecen haberse visto circunscritos a Cataluña. En concreto, desde el verano de 2017 viene advirtiéndose un peor comportamiento relativo de la economía catalana frente a la del resto de España en términos de los datos referidos, por ejemplo, al gasto interno o al turismo.

Por otro lado, los indicadores que miden el grado de incertidumbre económica y financiera apuntan a una disminución de la misma.

La incidencia de esta fuente de riesgo dependerá de la intensidad y la persistencia de las tensiones. Una suavización de esas tensiones podría conducir a un mayor crecimiento que el considerado en nuestras proyecciones de diciembre. Por el contrario, un hipotético rebrote de las tensiones podría llevar a un incremento de la incertidumbre que se materializase en un impacto más pronunciado sobre las decisiones de gasto de los agentes.

## Conclusiones

Termino ya recordando cuáles son nuestros principales retos.

Como he apuntado, la capacidad de resistencia de la economía española ante futuras perturbaciones adversas ha aumentado tras la crisis. Pero no podemos ser complacientes. Si queremos apuntalar esa capacidad de resistencia, es necesario que profundicemos en el diseño y la aplicación de reformas que aborden los principales retos a largo plazo: la productividad, la reducción del paro estructural y abordar las consecuencias del

envejecimiento poblacional. Son reformas cuyos efectos positivos solo pueden materializarse plenamente tras un plazo de tiempo dilatado. Precisamente por ese motivo es deseable que nos pongamos cuanto antes manos a la obra.

Entre estos retos pendientes, yo destacaría, por sus profundas implicaciones, el envejecimiento poblacional, proceso cuyos efectos se dejarán sentir en múltiples ámbitos. Estos incluyen, en particular, en primer lugar, la compatibilidad entre la sostenibilidad y la suficiencia del sistema público de pensiones, en un contexto de progresivo aumento de la esperanza de vida y de la ratio entre el número de pensionistas y la cifra de trabajadores en activo, pero también otros efectos posiblemente adversos sobre la productividad y la capacidad para el desarrollo y adopción de innovaciones tecnológicas.

Como todos sabemos, revertir las tendencias demográficas es muy difícil por diversas razones de índole cultural, sociológico y económico y, en todo caso, cualquier política en este sentido toma tiempo para producir efectos apreciables. Por ello, sin abandonar a medio y largo plazo políticas que intenten modificar o paliar estas tendencias demográficas tan negativas, a más corto plazo la forma de enfrentar la situación pasa por el crecimiento del empleo y productividad. No hay mejor política, ni más efectiva a corto plazo para enfrentar el impacto del envejecimiento de la población y de su escaso crecimiento sobre las pensiones, que el estímulo del empleo y la mejora de la productividad total del sistema.

Muchas gracias.