

# Retos de la economía española. Una introducción

---

Pablo Hernández de Cos

*Banco de España*

**L**A RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA tras la Gran Recesión está siendo intensa, con un ritmo de crecimiento del PIB que se aceleró en 2015 hasta el 3,2 %, desde el 1,4 % observado en 2014, ritmo que se habría mantenido a lo largo de 2016. Esta recuperación se ha producido en un contexto de menor crecimiento global y de debilidad cíclica en el área del euro y se ha basado tanto en algunos aspectos de carácter transitorio, como son los derivados de los sucesivos descensos en el precio del petróleo y los estímulos provenientes de la política monetaria del Banco Central Europeo y, en los dos últimos ejercicios, del tono expansivo de la política fiscal, como en otros de carácter más permanente. Entre estos últimos destacan las mejoras en el ámbito de la competitividad, el ajuste del sector inmobiliario, el saneamiento y la reestructuración del sector financiero y el desendeudamiento privado, que se está trasladando a incrementos significativos en el empleo.

En efecto, un elemento crucial de la evolución reciente de la economía española es el relativo al proceso de mejora de la competitividad derivado del ajuste de precios y costes relativos de bienes y servicios. Esta mejora ha sido más visible en términos de los costes laborales por unidad de producto, de acuerdo con los cuales en los últimos años se habrían corregido casi completamente las pérdidas de competitividad acumuladas, que fueron de cerca de un 20 %, desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM) hasta 2008.

También es evidente la corrección del desequilibrio acumulado en el sector inmobiliario, que se ha concretado en una reducción de los precios de la vivienda de un 45 % en términos reales y de las transacciones inmobiliarias del 72 % desde sus máximos alcanzados en 2007, así como en un descenso sustancial del peso de la inversión residencial en el PIB, desde el 12 % previo a la crisis al 4 % actual, lo que ha permitido una estabilización e incipiente recuperación de este sector.

En el caso del sector financiero, los avances en el proceso de reestructuración y recapitalización de las entidades han sido muy significativos, de forma que en la actualidad estas superan con holgura los mínimos regulatorios. Así, la ratio de capital ordinario de nivel 1, CET1, en junio de 2016 alcanzó el 12,4 %, mientras que la mejora de la actividad económica ha permitido continuar disminuyendo el volumen de activos dudosos, que se han reducido un 38 % desde diciembre de 2013. Además, en un contexto de abundante liquidez, propiciada por las diversas medidas expansivas introducidas por el Eurosistema, las entidades se han financiando holgadamente.

Por otra parte, en junio de 2016, las ratios de endeudamiento de las familias y de las empresas españolas se situaron en el 67 % y el 84 % del PIB, respectivamente, de forma que acumulan retrocesos de 18 puntos porcentuales (pp) y 34 pp, desde los máximos alcanzados a mediados de 2010. Asimismo, la brecha entre los niveles de endeudamiento en España y en el área del euro ha descendido hasta situarse en 9 pp y 6 pp, respectivamente. Todo ello sugiere que el proceso de desapalancamiento del sector privado se encuentra en una fase muy avanzada. Además, este proceso se está tornando progresivamente menos costoso, al descansar en menor medida que en el pasado en flujos de financiación netos negativos y más en el avance de las rentas.

Las diversas decisiones en el ámbito monetario y financiero, que incluyen la mencionada reestructuración y el saneamiento del sector financiero español y las sucesivas medidas adoptadas por el BCE, han generado una mejora de las condiciones de financiación de la economía, tras el fuerte deterioro observado en el momento culminante de la crisis de deuda soberana. En concreto, además de una caída sustancial del tipo de interés de la deuda pública española tanto en términos absolutos como en relación con la alemana, el diferencial de tipos de interés frente al núcleo del área en los nuevos créditos a sociedades no financieras por importes inferiores a un millón de euros (que tienden a coincidir con los concedidos a empresas pequeñas) se ha reducido 2,4 pp desde mediados de 2013, mientras que el correspondiente a los créditos por importe superior a esta cuantía ha caído 0,7 pp. Esta disminución de los costes de financiación ha venido acompañada por una mejora en el acceso al crédito, como reflejan las encuestas realizadas a las entidades y a las propias empresas y los datos disponibles sobre tasas de aceptación de las solicitudes de préstamos recibidas por las instituciones crediticias.

El ajuste competitivo mencionado actuó, en primer lugar, dinamizando las exportaciones, para posteriormente trasladarse sobre el gasto interno y el empleo, lo que ha permitido reducir la tasa de paro en 8 pp, desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2013, en que se situó en el 26,9 % de la población activa, hasta el 18,9 % registrado en el tercer trimestre de 2016.

Todos estos desarrollos han facilitado la consolidación de una capacidad neta de financiación del conjunto de la nación frente al exterior, que alcanzó el 2,4 % del

PIB en el tercer trimestre de 2016 (acumulado de cuatro trimestres), lo que representa una mejora de casi 12 pp de PIB desde el máximo nivel de necesidad de financiación alcanzado en 2007.

La magnitud e importancia de estas mejoras no debe ocultar, sin embargo, el hecho de que la economía española afronta todavía retos significativos, entre los que destaca la necesidad de reducir el elevado desempleo y de retomar una senda de consolidación fiscal consistente con una reducción sostenida de la deuda pública; todo ello, en un contexto en el que el elevado endeudamiento externo y las cuantiosas necesidades de refinanciación correspondientes siguen constituyendo un elemento de vulnerabilidad. Una mejora de las perspectivas de medio plazo requiere, además, impulsar la productividad, cuyo escaso dinamismo reduce las posibilidades de crecimiento, y afrontar los efectos de la dinámica del envejecimiento poblacional.

Sirvan algunas cifras para ilustrar estos retos. Ya se ha mencionado que la tasa de paro se sitúa todavía cercana al 19 % en el tercer trimestre de 2016. Esta tasa se encuentra todavía muy por encima de la observada en otros países europeos y en niveles socialmente inaceptables. Además, hay que tener en cuenta que la reducción del desempleo no se ha trasladado con una intensidad suficiente a los colectivos que llevan más tiempo desempleados, lo que aumenta la probabilidad de que este se convierta en estructural. De hecho, el porcentaje de paro de larga duración (más de un año en esa situación) todavía permanece en el 56,6 %. Como también persiste el problema de dualidad del mercado de trabajo español, como evidencia el hecho de que el crecimiento del empleo se sigue concentrando en la contratación temporal, que alcanzó el 27 % en el tercer trimestre de 2016, casi 5 pp por encima de su nivel de principios de 2013, cuando esta tasa registró su mínimo cíclico. Asimismo, a pesar de las sucesivas reformas laborales, la relación entre los incrementos salariales negociados y la situación cíclica de los distintos sectores productivos sigue siendo muy reducida, al igual que la dispersión de los incrementos salariales entre empresas. Detrás de este fenómeno, se encuentra una estructura de la negociación colectiva caracterizada por la prevalencia de convenios sectoriales, con una escasa incidencia de los convenios de empresa, que afectan solo al 6 % de los trabajadores. La solución de estos problemas exige actuaciones de política económica que, entre otras cuestiones, permitan a las empresas optar por una adecuación de las condiciones laborales a su situación específica y refuercen su flexibilidad interna, potencien el atractivo de la contratación indefinida, y aumenten la empleabilidad de aquellos trabajadores que han acumulado mucho tiempo en el desempleo y presentan niveles de cualificación reducidos.

En el terreno de la política fiscal, las Administraciones Pùblicas españolas registraron un déficit del 5,1 % del PIB en 2015, y la ratio de deuda pública sobre el PIB se sitúa alrededor del 100 % del PIB. Los retos que para el conjunto de la economía plantea este desequilibrio fiscal no deben minimizarse, y a ellos se añaden, desde una perspectiva de medio y largo plazo, los derivados del impacto del envejecimiento de

la población sobre las finanzas públicas. Volúmenes altos de déficit y deuda pública sostenidos durante períodos prolongados suelen estar asociados, en general, a mayores tipos de interés y, por tanto, a menores tasas de inversión privada y crecimiento en el medio plazo, y reducen el margen de maniobra para que la política fiscal pueda ejercer un papel contracíclico. Asimismo, la necesidad de apelar recurrentemente a los mercados financieros para refinanciar un volumen elevado de deuda y de déficit corriente aumenta la vulnerabilidad de la economía ante posibles reacciones adversas del sentimiento inversor, tal y como se ha evidenciado en los sucesivos episodios de tensionamiento que han sufrido diversos mercados de deuda soberana europea desde 2010.

Por otra parte, el entorno de baja rentabilidad en el que nuestras entidades de crédito están desarrollando su actividad, problema compartido con el resto de los países de la UEM, representa también un reto importante. Con un margen de intereses por unidad de activo que se sitúa cerca de sus niveles mínimos históricos, un volumen de actividad bancaria nueva aún muy limitado y un volumen elevado de activos no productivos en los balances bancarios, la presión a la baja sobre la cuenta de resultados es evidente. En este contexto, las entidades deben perseverar en sus esfuerzos por aumentar la eficiencia.

Asimismo, a pesar de la reducción de la deuda privada, España mantiene un endeudamiento con el exterior muy alto, lo que constituye un importante elemento de vulnerabilidad frente a eventuales desarrollos adversos en los mercados internacionales. Así, la posición de inversión internacional deudora neta (PII neta) se situaba en el segundo trimestre de 2016 en el 88,5 % del PIB, cifra muy elevada tanto si se compara con otros países de la zona del euro como con otras economías avanzadas. Y la deuda externa bruta, que engloba los pasivos exigibles, se mantiene en un nivel significativo (171,5 % del PIB en el segundo trimestre de 2016). La corrección de este endeudamiento exterior requerirá mantener superávits por cuenta corriente de forma sostenida durante un período prolongado, para lo cual resulta imprescindible profundizar y afianzar las ganancias de competitividad alcanzadas durante los últimos años.

Finalmente, no se puede olvidar el reto de la productividad, cuyo aumento resulta crucial para alcanzar tasas de crecimiento económico más elevadas en el medio plazo, en particular dado el efecto negativo del envejecimiento progresivo de la población. En el caso español, la evolución de la productividad total de los factores (PTF) mostró una desaceleración muy significativa durante los años de expansión previos a la última crisis económica. Durante la crisis y en la fase de recuperación posterior se ha observado un cierto repunte de esta variable. Sin embargo, sus tasas de crecimiento son significativamente inferiores a las de otros países desarrollados, como Estados Unidos o Alemania. El incremento de la productividad es una tarea compleja y exige múltiples actuaciones, que incluyen

reformas en los mercados de productos y de trabajo, el fomento de la acumulación de capital humano y tecnológico, la mejora de la calidad institucional, revisar la normativa que dificulta la creación y el crecimiento empresarial, y favorecer una selección rigurosa de los proyectos de infraestructuras públicas, entre otras.

En definitiva, todos estos retos demandan una agenda de política económica decidida. Este será el objeto de discusión de esta mesa redonda.