

1 RASGOS BÁSICOS

1 Introducción

La economía española experimentó en 2014 tasas de crecimiento significativas del producto y del empleo, que llegaron a superar las de la UEM y confirmaron el afianzamiento de la recuperación iniciada el año anterior, tras varios años de prolongada recesión. La recuperación se asentó en una notable mejoría en algunos condicionantes externos y en un avance relevante en el restablecimiento de sus equilibrios macroeconómicos. En la segunda mitad del año se vio favorecida también por el impulso expansivo adicional del descenso del precio del petróleo y por la depreciación del tipo de cambio del euro. No obstante, la profundidad de la crisis sufrida en los años previos, que hizo emerger algunas fragilidades estructurales de la economía española, ha dejado un pesado legado en términos de endeudamiento y desempleo, cuya completa reabsorción requerirá tiempo y esfuerzos adicionales de las políticas económicas para completar los ajustes emprendidos y fortalecer las bases de la recuperación.

En este capítulo se analizan los factores que sustentan dicha recuperación y se abordan los retos que las políticas económicas deben afrontar para consolidar una nueva senda de crecimiento sostenido. En los restantes capítulos de este Informe se profundiza en el análisis de algunos temas especialmente relevantes para el futuro crecimiento de la economía española, como el papel de las medidas expansivas de política monetaria, la importancia de la reasignación de recursos hacia las empresas y sectores más eficientes para la sostenibilidad del crecimiento, la dinámica en la formación de precios y costes en un contexto de baja inflación y la contribución de la reactivación del crédito de manera compatible con la necesaria continuación del desendeudamiento de la economía.

2 El afianzamiento de la recuperación en 2014

El afianzamiento de la recuperación de la economía española en 2014 contrastó con la pérdida de impulso que registró el conjunto de la economía mundial

La economía española marcó en 2014 una trayectoria de afianzamiento de la recuperación. Por primera vez desde el inicio de la crisis, el PIB creció de manera significativa en el conjunto del año (1,4 %) y concluyó el ejercicio con un ritmo de avance interanual del 2 % (véase gráfico 1.1).

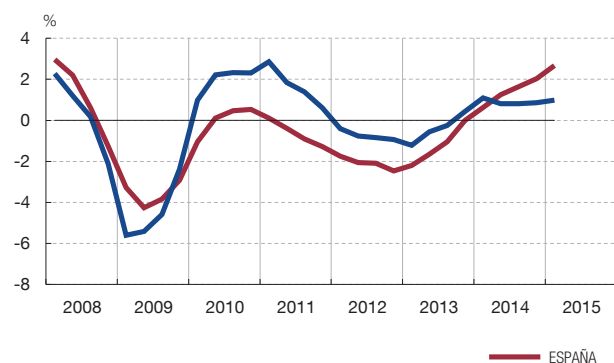
Este progresivo dinamismo de la actividad en nuestro país contrastó, sin embargo, con una pérdida de impulso en el proceso de recuperación de la economía mundial. Contrariamente a lo anticipado por la mayoría de los analistas a comienzos del ejercicio, 2014 se cerró con la misma tasa anual de avance del PIB que 2013 (un 3,3 %). Con el paso de los meses, las previsiones de crecimiento mundial se fueron revisando a la baja y, en el momento de redactar este Informe, apuntan a tasas de expansión en 2015 solo ligeramente superiores a las de estos dos últimos años. Dicha trayectoria refleja que los impulsos positivos inducidos por la caída de los precios de la energía y la relajación de las condiciones financieras se están viendo compensados, en buena parte, por otros de signo contrario, vinculados probablemente a la debilidad del potencial de crecimiento a medio plazo en amplias áreas de la economía mundial y sus efectos contractivos sobre la inversión.

Desde una perspectiva más desagregada, la brecha entre el crecimiento del PIB en las economías emergentes y en las avanzadas se redujo en casi 1 punto porcentual (pp) como consecuencia, en buena medida, del efecto diferencial sobre ambos grupos de países del descenso de los precios de las materias primas. La heterogeneidad de comportamientos dentro de cada uno de estos bloques, no obstante, siguió siendo notable.

La pérdida de dinamismo fue particularmente importante

Por su relevancia para la economía española, resultó particularmente importante la pérdida de dinamismo experimentada por el área del euro en la parte central del ejercicio, que frustró

PRODUCTO INTERIOR BRUTO



ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



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

a Tasas de variación interanual sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB y sobre las series originales en los índices de precios de consumo.

en el área del euro durante la parte central del año, lo que, en conjunción con la persistencia de tasas de inflación demasiado bajas, determinó una profundización adicional del tono expansivo de la política monetaria del BCE

las expectativas generadas a comienzos de este. El PIB del conjunto del área avanzó solo una décima en el segundo trimestre del año, y apenas dos en el tercero. A diferencia de otros años, el debilitamiento afectó en esta ocasión no solo a las economías más vulnerables de la UEM, sino también a otras, como Alemania o Francia. En el ámbito de los precios, la tasa de inflación mantuvo una trayectoria descendente, hasta alcanzar registros que terminarían tornándose negativos al final del ejercicio y durante los primeros meses del año en curso.

La conjunción de estas tasas de inflación muy alejadas del objetivo de medio plazo del 2 % y de una marcada debilidad de la demanda conformó un escenario de riesgo para el anclaje de las expectativas de precios que obligó al BCE a dar nuevos pasos en la dirección de profundizar el tono expansivo de su política monetaria. Este movimiento marcó una clara divergencia con el rumbo adoptado por otros bancos centrales, como la Reserva Federal estadounidense y el Banco de Inglaterra. Como se desarrolla con detalle en el capítulo 2 de este *Informe Anual*, el BCE recortó adicionalmente sus tipos oficiales de intervención, se embarcó en nuevas medidas para potenciar un mayor crecimiento del crédito al sector privado y, finalmente, activó un programa ampliado de compras de activos públicos y privados, que se puso en marcha en marzo de este año y que se extenderá hasta, al menos, septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que la inflación retome de manera sostenida una senda compatible con el objetivo de estabilidad de precios.

Unidos al abaratamiento de los costes energéticos, a la depreciación del tipo de cambio del euro y al tono más neutral de las políticas fiscales en el área, los nuevos impulsos de la política monetaria y la mejoría en sus mecanismos de transmisión han llevado a buena parte de los analistas a revisar al alza sus perspectivas de crecimiento del área para este año y el siguiente, consolidando así los síntomas positivos registrados en el tramo final de 2014, que permitieron que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB alcanzara el 0,3 % en el último trimestre.

En España, el PIB se aceleró a lo largo del año, a medida que la recuperación de la demanda interna se fortalecía y que la creación de empleo se intensificaba

En España, el PIB mostró un perfil de acusada aceleración a lo largo del ejercicio. El dinamismo de los componentes de la demanda privada (que aportaron 2,2 pp al crecimiento del PIB) confirmó la capacidad del gasto interno de la economía para sostener el afianzamiento de la recuperación, frente al debilitamiento de la demanda exterior neta, que tuvo una aportación negativa al crecimiento. A lo largo del 2014 cobró notable intensidad el proceso de creación de empleo, lo que se reflejó en un crecimiento del número de ocupa-

dos del 1,2 % en el promedio anual —la primera tasa positiva desde 2008— y una tasa interanual del 2,4 % al cierre del año. En conjunto, en 2014 tanto la demanda interna como el empleo se comportaron de forma más expansiva de lo previsto, y el reequilibrio entre la demanda interna y la externa se produjo también antes de lo anticipado (véanse cuadro 1.1 y gráfico 1.2).

El cambio en el signo de las contribuciones del gasto interno y de la demanda externa al avance del PIB supuso un drástico giro en las pautas que habían prevalecido entre 2008 y 2013, con descensos continuados de la demanda nacional (por un importe acumulado de 16 pp) y contribuciones sistemáticamente positivas del sector exterior (hasta una cuantía total de 9 pp), que había actuado como un soporte muy relevante para la contención de las tendencias contractivas y para el inicio de la recuperación.

La mejoría de las condiciones de financiación y del empleo fueron factores determinantes de la intensidad de la recuperación, a los que en la segunda mitad de año se unió el impulso expansivo adicional del descenso del precio del petróleo

Entre los factores que impulsaron el crecimiento, cabe mencionar la reducción en el grado de fragmentación financiera en el área del euro y la progresiva normalización de las condiciones financieras en España. La favorable evolución del mercado laboral desempeñó también un papel destacado en la reactivación de la demanda, pues contribuyó al sostenimiento de la renta disponible de las familias y a la mejora de la confianza. El pronunciado descenso del precio del crudo a partir de junio comportó un impulso expansivo adicional, pues incrementó la capacidad de compra de las familias y abarató los costes de producción de las empresas. Por último, la depreciación del tipo de cambio del euro ejerció un efecto dinamizador sobre las ventas de España fuera de la UEM, que se sumó al impacto indirecto sobre las exportaciones de la propia reactivación del área del euro en la parte final del ejercicio. Todos estos factores han seguido apoyando el gasto interno y la actividad en la parte transcurrida de 2015.

El avance de la demanda interna se apoyó en la recuperación del consumo de los hogares y de la inversión empresarial

Entre los componentes de la demanda interna, cabe subrayar la recuperación del consumo de los hogares, que creció cerca del 2,5 % en el promedio de 2014, frente al descenso del 2,3 % el año precedente. El gasto de las familias se vio favorecido por una mejoría de sus determinantes principales. La renta disponible real aumentó moderadamente, como resultado, sobre todo, del aumento de las rentas laborales, impulsadas por el dinamismo del empleo y, en el tramo final del año, por la mejora del poder adquisitivo inducida por el descenso del precio del petróleo. Por su parte, la riqueza financiera se fue revalorizando gradualmente y el patrimonio inmobiliario, por primera vez en seis años, dejó de perder valor conforme avanzaba el ejercicio. Como viene ocurriendo en los últimos años, el consumo avanzó a mayor ritmo que la renta disponible, con lo que la tasa de ahorro prolongó su trayectoria descendente, hasta situarse en el 9,8 %, por debajo de su media de los últimos quince años, que se cifró en el 10,6 %.

Para comprender adecuadamente el elevado dinamismo del gasto de los hogares en 2014 es necesario tener en cuenta, entre otros factores, el bajo nivel del consumo al inicio de la recuperación (véase gráfico 1.3), que en términos per cápita se situaba en niveles equivalentes a los de 2001. Esto hace pensar en la existencia de demanda embalsada de determinados bienes y servicios (en particular, los duraderos y aquellos que no cubren las necesidades más básicas), y que solo ante la mejoría en las perspectivas laborales y la reducción de incertidumbre se habría empezado a satisfacer. Por otra parte, el comportamiento agregado del consumo es el resultado de pautas relativamente diferenciadas en función del nivel de renta, situación en el mercado laboral o nivel de endeudamiento de los hogares. La creación de empleo ha impulsado especialmente el consumo de un segmento de hogares que han mejorado su situación en el mercado laboral (tras salir del desempleo) y que se caracterizan por tener una elevada propensión a consumir. Este último aspecto

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Demanda y producto (b)						
Producto interior bruto	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4
Consumo privado	-3,6	0,3	-2,0	-2,9	-2,3	2,4
Consumo público	4,1	1,5	-0,3	-3,7	-2,9	0,1
Formación bruta de capital	-17,2	-3,8	-6,4	-8,3	-3,7	4,2
Inversión en equipo	-23,5	5,1	0,8	-9,0	5,6	12,2
Inversión en construcción	-16,5	-10,1	-10,6	-9,3	-9,2	-1,5
Vivienda	-20,6	-11,6	-12,8	-9,0	-7,6	-1,8
Otras construcciones	-11,8	-8,5	-8,6	-9,6	-10,5	-1,3
Exportación de bienes y servicios	-11,0	9,4	7,4	1,2	4,3	4,2
Importación de bienes y servicios	-18,3	6,9	-0,8	-6,3	-0,5	7,6
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB	-6,4	-0,5	-2,7	-4,3	-2,7	2,2
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB	2,8	0,5	2,1	2,2	1,4	-0,8
Empleo, salarios, costes y precios (c)						
Empleo total	-6,1	-2,7	-2,5	-4,4	-3,3	1,2
Tasa de ocupación (d)	60,8	59,7	58,8	56,5	55,6	56,8
Tasa de paro	17,9	19,9	21,4	24,8	26,1	24,4
Remuneración por asalariado	4,4	1,1	0,9	-0,6	1,7	-0,2
Productividad aparente del trabajo	2,7	2,7	2,0	2,4	2,1	0,2
Costes laborales unitarios	1,6	-1,6	-1,1	-3,0	-0,4	-0,4
Deflactor del PIB	0,3	0,2	0,1	0,2	0,7	-0,5
Índice de precios de consumo (dic-dic)	0,8	3,0	2,4	2,9	0,3	-1,0
Índice de precios de consumo (media anual)	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	-0,5	0,4	0,3	-0,1	0,2	-0,6
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación y saldo financiero (e)						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-4,0	-3,4	-2,9	0,1	2,1	1,0
Administraciones Públicas	-11,0	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	-5,8
Administraciones Públicas (sin ayudas a instituciones financieras)	-11,0	-9,3	-8,9	-6,6	-6,3	-5,7
Hogares e ISFLSH	4,2	1,8	3,0	2,3	3,6	3,2
Empresas	2,7	4,2	3,6	8,1	5,3	3,7
Instituciones financieras	1,8	1,0	2,0	6,7	2,1	2,6
Sociedades no financieras	0,9	3,1	1,6	1,4	3,2	1,1
Posición de inversión neta internacional	—	—	—	-90,0	-93,8	-93,5
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	52,7	60,1	69,2	84,4	92,1	97,7
Indicadores monetarios y financieros (f)						
Tipo de intervención semanal del BCE	1,2	1,0	1,3	0,9	0,5	0,2
Tipo de la deuda pública a diez años	4,0	4,2	5,4	5,8	4,6	2,7
Tipo sintético del crédito bancario	3,8	3,3	4,1	4,1	4,1	3,9
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	1.042,4	1.076,5	971,8	767,5	879,8	1.066,6
Tipo de cambio dólar/euro	1,4	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	103,5	101,9	101,8	100,4	101,7	101,7
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	119,2	116,1	113,8	106,7	106,2	104,4
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	111,8	110,4	108,4	103,1	99,9	99,9
Financiación total de las familias	-0,3	0,2	-2,4	-3,8	-5,1	-3,7
Financiación total de las empresas no financieras	-1,4	0,7	-2,0	-6,4	-6,6	-4,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado, AMECO y Banco de España.

a Los datos de la Contabilidad Nacional de España corresponden a la base 2010.

b Índices de volumen. Tasas de variación.

c Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.

d Tasa de ocupación (16-64).

e Niveles, en porcentajes del PIB.

f Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.

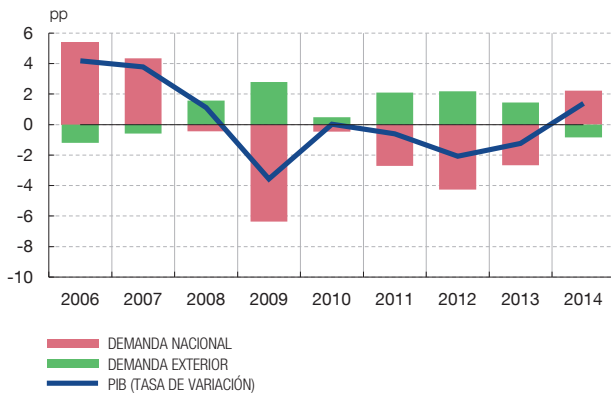
g Base I TR 1999 = 100.

h Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

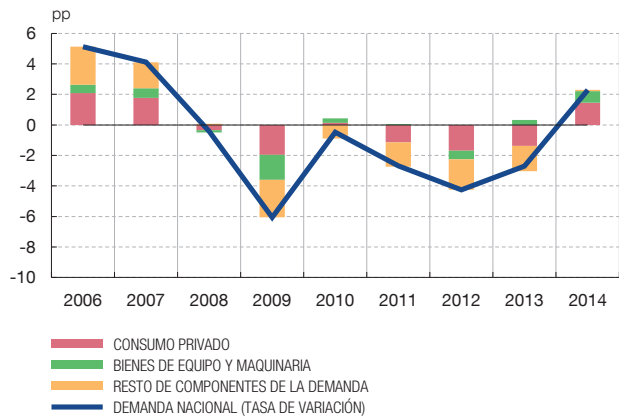
ESPAÑA: EVOLUCIÓN DEL PIB Y DE LA DEMANDA NACIONAL. APORTACIONES AL CRECIMIENTO

GRÁFICO 1.2

PIB, DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR



DEMANDA NACIONAL Y SUS COMPONENTES

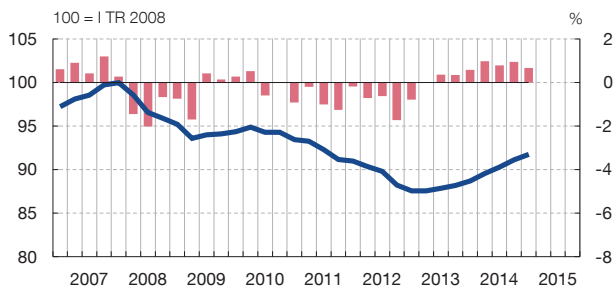


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

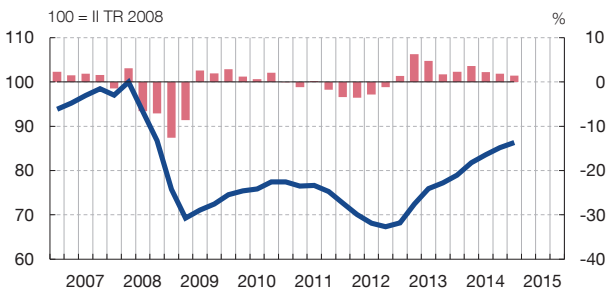
EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y DE LA INVERSIÓN EN EQUIPO

GRÁFICO 1.3

CONSUMO PRIVADO



INVERSIÓN EN EQUIPO



TASAS INTERTRIMESTRALES (Escala dcha.) NIVELES

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

parece también relevante a la hora de entender la elevada respuesta del consumo de los hogares más endeudados ante incrementos en su renta disponible, como ilustra la evidencia analizada en el recuadro 1.1.

La inversión empresarial prolongó en 2014 la trayectoria de recuperación que había iniciado en 2013, lo que se tradujo en un crecimiento medio anual del 12 % y una aportación positiva de este componente al crecimiento del producto por segundo año consecutivo. Las mejores perspectivas económicas alentaron los planes de gasto de las empresas, en un contexto financiero en el que la generación de fondos propios durante la crisis habría proporcionado un colchón para sortear las posibles restricciones financieras existentes y en el que la pujanza del consumo interno se habría sumado a la que en las etapas iniciales de la recuperación habían mostrado las exportaciones, reduciendo la posible holgura en la utilización de la capacidad productiva. En términos comparativos, la recuperación de la inversión empresarial en España está siendo más intensa que la de otros países europeos.

La demanda exterior neta tuvo una aportación negativa a la producción, debido

Los flujos comerciales con el exterior mostraron cambios de entidad en 2014, provocados por la pérdida de vigor de los mercados de exportación, más acusada en los meses centrales del año, y por la aceleración de las importaciones, conforme se afianzaba la recuperación de

al dinamismo de las importaciones de bienes y servicios. Las exportaciones incrementaron su cuota de mercado un año más

la demanda interna. Como resultado, la demanda exterior neta detrajo 0,8 pp al producto y se frenó la mejoría de la capacidad de financiación de la nación, que se cifró en el 1 % del PIB (2,1 % del PIB en 2013).

Las exportaciones de bienes se incrementaron un 4,5 % en 2014 (5,7 % en 2013), en un contexto en el que nuestros mercados de exportación crecieron en torno a un 2,5 %, con lo que aumentaron las cuotas de exportación de España, aunque en menor magnitud que en años anteriores. La mejora de los costes relativos y la depreciación del euro tuvieron un efecto positivo sobre la competitividad precio de las exportaciones y se dejaron sentir en el mayor dinamismo de las ventas al exterior en la parte final del año. El turismo alcanzó, un año más, un récord histórico.

El crecimiento de las importaciones de bienes fue muy elevado en 2014 (con un avance del 7,8 %, frente a un 0,4 % el año precedente). La recuperación de los componentes de la demanda interna con mayor contenido importador (consumo e inversión) y la propia estructura de las exportaciones de España, con un peso creciente de actividades integradas en las cadenas de producción global, alentaron el notable avance de las compras de bienes al resto del mundo. A pesar del posible componente transitorio vinculado a la demanda embalsada tras la larga recesión, el vigor de las importaciones en 2014 es indicativo de la elevada dependencia de la economía española de bienes importados, principalmente de los de mayor valor añadido.

La tasa de inflación mostró una trayectoria marcadamente descendente. La contención de precios se extendió a todos los componentes del IPC, en un contexto de ausencia de presiones inflacionistas internas

La tasa de variación de los precios de consumo prolongó la senda descendente que había iniciado en la segunda mitad de 2013 (una vez absorbidos los efectos del aumento del IVA y otras medidas adoptadas en 2012, como el incremento de precios administrados o de tasas). Esta evolución estuvo condicionada en buena medida por la trayectoria de los componentes más volátiles, que en distintos momentos sufrieron importantes oscilaciones interanuales y que fueron especialmente acusadas en el caso del precio de los combustibles. No obstante, en una situación caracterizada por la ausencia de presiones inflacionistas de origen interno, la contención de precios se extendió a todos los componentes del IPC, como muestra la evolución de la inflación subyacente, que registró tasas nulas durante prácticamente todo el ejercicio. El cambio en la pauta de comportamiento de los precios de los servicios y de los alimentos elaborados es quizá el rasgo más característico del proceso desinflacionista que vive la economía española, como se analiza en el capítulo 4 de este Informe. La desaceleración de la inflación se intensificó a partir de la segunda mitad del año, a raíz del descenso del precio del crudo, lo que situó el IPC en tasas interanuales negativas a partir del mes de julio, terreno en el que ha continuado en los meses iniciales de 2015. El IPC descendió un 0,2 % en el conjunto del año (un -1 % en tasa interanual en diciembre).

Se trata del segundo episodio de inflación negativa desde que comenzara la UEM, tras el registrado en 2009, y, como entonces, el descenso del precio del petróleo ha desempeñado un papel destacado. En esta ocasión, sin embargo, ha tenido rasgos de mayor persistencia, en el marco de una tendencia hacia una inflación más baja, que afecta a la mayoría de los componentes del IPC e incide en mayor medida en las expectativas de inflación a medio plazo. El descenso de precios en España está siendo más acusado que en la UEM, con lo que el diferencial de inflación permanece en registros negativos desde septiembre de 2013, indicando una mejora de la competitividad.

Hasta el momento, la atonía de la evolución de los precios está siendo compatible con una fuerte recuperación del consumo privado. Es importante, no obstante, determinar las im-

plicaciones macroeconómicas de un proceso de disminución persistente de la inflación. El capítulo 4 de este Informe realiza un análisis pormenorizado del proceso desinflacionista de la economía española, de sus causas y de sus implicaciones macroeconómicas.

3 Las bases del crecimiento

El afianzamiento de la recuperación en 2014 se asentó en los progresos alcanzados en el restablecimiento de los equilibrios macroeconómicos de la economía española, vinculados a la labor de consolidación fiscal y saneamiento y reforma emprendidos en los últimos años, pero también a otros factores de carácter más transitorio, como la reducción de los precios del petróleo o la depreciación del euro. Desde una perspectiva más general, también hay que subrayar el papel desempeñado por el fortalecimiento de la UEM, que propició una mejora sustancial de las condiciones de financiación de las familias, las empresas y las AAPP españolas, así como la recuperación de la confianza de los inversores en el futuro del euro y de nuestra economía.

3.1 EL FORTALECIMIENTO DE LA UEM

La creación del Mecanismo Único de Supervisión supuso un importante avance de la UEM hacia una genuina unión económica y monetaria

El pasado año, la UEM dio pasos importantes en su evolución hacia una genuina unión económica y monetaria, que se tradujeron en avances sustantivos en el proceso de reintegración de sus mercados financieros y que, por extensión, tuvieron efectos beneficiosos significativos sobre las condiciones de financiación de los sectores financiero, privado y público en nuestro país.

En noviembre entró formalmente en funcionamiento el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), con la asunción por parte del BCE, asistido por las autoridades nacionales competentes, de las funciones de supervisión microprudencial en el área. El MUS es un pilar básico de la unión bancaria, pero no el único. En 2014 y en la parte transcurrida de este ejercicio se han registrado también progresos en relación con el Mecanismo Único de Resolución (MUR), que es la institución encargada de garantizar que, cuando un banco del área entre en dificultades que hagan precisa su resolución, esta se lleve a cabo de manera eficiente e independiente de su localización geográfica. El MUR consta, a su vez, de dos piezas: la Junta Única de Resolución, que lidera un sistema integrado de autoridades nacionales de resolución, y el Fondo Único de Resolución, bajo el control de la Junta. Por último, la unión bancaria descansa también sobre la armonización legal de los Fondos de Garantía Depósitos de la UEM, que se instrumentó a través de la Directiva de los Fondos de Garantía de Depósitos acordada a finales de 2013.

Los resultados del ejercicio de evaluación global de las entidades de crédito significativas despejaron las incertidumbres que pesaban sobre parte del sector

Es importante recordar, igualmente, que, con anterioridad a la entrada en funcionamiento del MUS y como parte del proceso de creación de la unión bancaria, el BCE, asistido por las autoridades supervisoras nacionales, llevó a cabo un ejercicio de evaluación global (*Comprehensive Assessment*) de las entidades de crédito significativas, que a partir de noviembre pasarían a estar bajo su supervisión. El número de instituciones evaluadas se elevó a 130, que, conjuntamente consideradas, representaban el 82 % de los activos bancarios del área. Los resultados se hicieron públicos en octubre y contribuyeron a incrementar la confianza de los inversores en las entidades de crédito europeas y a normalizar la situación en los mercados financieros del área, favoreciendo la reversión del proceso de fragmentación causado por la crisis. Los bancos españoles pasaron la prueba con holgura, lo que contribuyó a disipar la incertidumbre y a reducir sus costes de financiación y, como resultado, los de una parte importante de nuestra economía.

Las medidas expansivas adoptadas por el BCE contribuyeron también a la reducción de los costes

Las condiciones de financiación de la economía española se beneficiaron también de las nuevas medidas de política monetaria adoptadas por el BCE, tanto en 2014 como en los primeros compases de 2015. Entre otras decisiones, las nuevas bajadas de los tipos oficiales de intervención y los nuevos programas de préstamos vinculados al crédito y de compras

financieros en el área y en España, y a la paulatina normalización de la situación en los mercados financieros europeos

Todos estos desarrollos afectaron en mayor medida a las condiciones de financiación en las economías que, como la española, habían sufrido con mayor intensidad los efectos negativos de la crisis del euro

de valores contribuyeron no solo a reducir adicionalmente el nivel y la pendiente de la curva de los tipos de interés en el área, sino que facilitaron también una transmisión más homogénea de los impulsos monetarios y, consecuentemente, una reducción de la dispersión de los costes financieros entre los distintos Estados miembros. Como se explica con detalle en el capítulo 2 de este *Informe Anual*, dicho proceso recibió un empuje particularmente significativo a comienzos del año en curso, cuando el Consejo de Gobierno del BCE anunció que pondría en marcha a partir de marzo un programa ampliado de compra de valores privados y públicos.

Conjuntamente considerados, todos estos factores contribuyeron a reducir de manera sustantiva los costes de financiación de la economía española, que se aproximan ahora en mayor medida a niveles más acordes con el tono fuertemente expansivo de la política monetaria única (véase gráfico 1.4).

El tipo de interés de la deuda pública española a diez años, que en los momentos más críticos de la crisis del euro llegó a superar el 7,5 %, se situaba en el momento de finalizar este Informe en el 1,8 %. Su diferencial con la deuda pública alemana, que en el verano de 2012 superó los 600 puntos básicos (pb), en la actualidad se encuentra en 130 pb. Y, en términos de cantidades, el porcentaje de la deuda pública española en manos de no residentes se había incrementado hasta cotas similares a las registradas en 2010.

La mejoría ha sido también notable en la evolución de los costes de financiación de las entidades de crédito. Las primas de los seguros de riesgo crediticio, los tipos de interés de las cédulas y de los bonos de titulización y el coste de los depósitos se situaban, en el momento de redactar este Informe, bastante próximos a los valores correspondientes al resto de la UEM, tras haber experimentado reducciones significativas adicionales a lo largo de 2014 y en la parte transcurrida de 2015.

Esta contracción de los costes de financiación de las entidades terminó además trasladándose, aunque con algún retraso, a los tipos de interés de los créditos bancarios, que han registrado también reducciones sustantivas que se han traducido en una mayor proximidad a los costes de los créditos en otros países de la UEM. Este proceso, no obstante, ha afectado de manera desigual a las distintas modalidades de los préstamos. Ha sido más evidente en el caso de los concedidos a los hogares para consumo y otros fines distintos de la adquisición de vivienda y en el de los créditos a las empresas por importes inferiores a un millón de euros, donde se incluyen mayoritariamente los concedidos a pymes. En el caso de los préstamos para la adquisición de vivienda y a sociedades por cuantías superiores al millón de euros, el retroceso ha sido menor (unos 50 pb desde mediados de 2013, frente a los aproximadamente 110 pb en los otros dos casos). En relación con esta última modalidad, sin embargo, hay que tener en cuenta que está dominada por el comportamiento de las compañías de mayor tamaño, que a lo largo de la crisis han sustituido en buena parte esta fuente de financiación por el acceso directo a los mercados. En este sentido, es importante constatar que las primas de los seguros de riesgo crediticio de este tipo de compañías, un indicador relevante de la evolución de sus costes de financiación directa en los mercados, han experimentado también una contracción importante desde mediados de 2013.

Pese a todo, la distancia entre los costes de financiación en España y en otros países del área del euro continúa siendo importante en algunos segmentos, singularmente en aquellos en los que los riesgos de los prestatarios son más acusados (consumo y préstamos a empresas por cuantías inferiores al millón de euros).

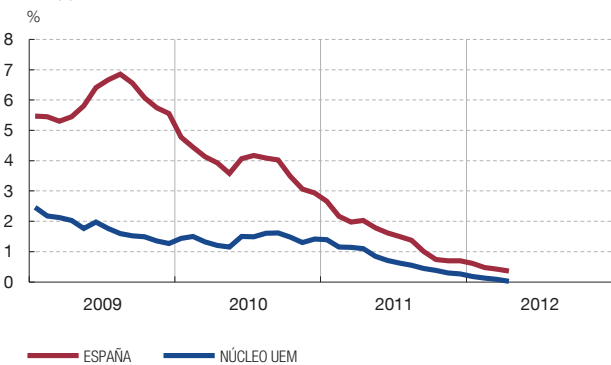
RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS Y DIFERENCIAL CON ALEMANIA



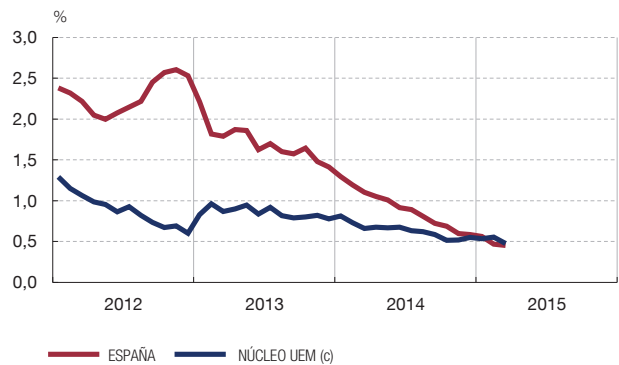
PRIMA DE LOS CDS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS A CINCO AÑOS (a)



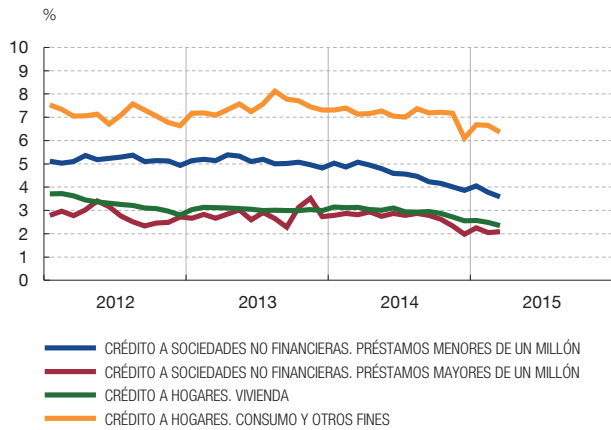
RENTABILIDAD DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS ENTRE CINCO Y SIETE AÑOS (b)



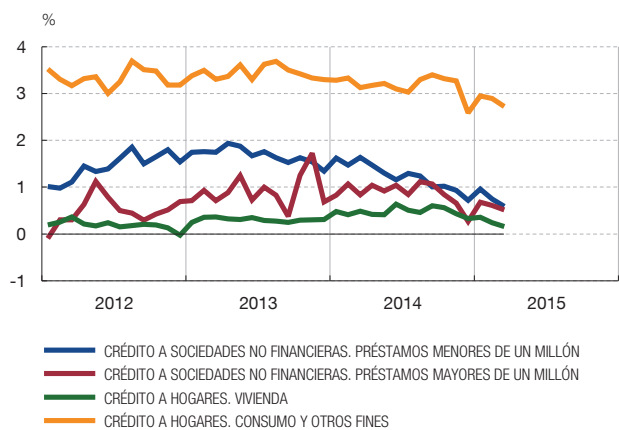
TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. DEPÓSITOS A PLAZO



TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. ESPAÑA



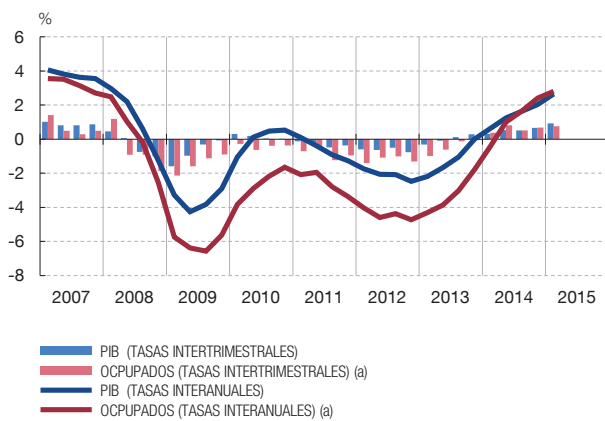
TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. DIFERENCIA ESPAÑA - NÚCLEO UEM (c)



FUENTES: Datastream, Reuters, Banco Central Europeo y Banco de España.

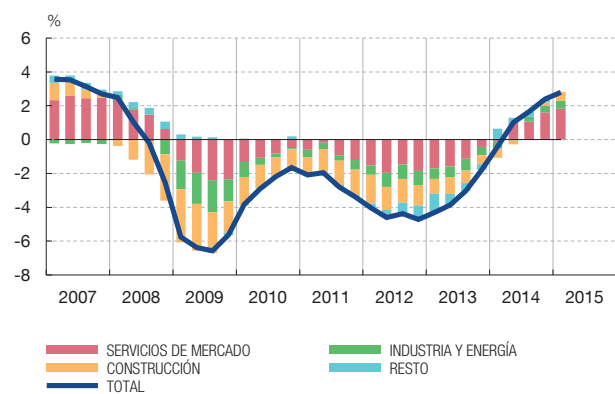
- a Series construidas ponderando las primas de los CDS de las empresas incluidas en el índice Itraxx Europe domiciliadas en cada país por su capitalización bursátil el 31 de diciembre del año anterior. La serie núcleo UEM agrega los CDS de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo, ponderándolos con el PIB a precios corrientes del mismo año. En 2015 se ha utilizado el PIB de 2014.
- b Series construidas para cada país como promedio de los tipos de interés de las cédulas hipotecarias incluidas en el índice Maggie de J.P. Morgan. La serie núcleo UEM agrega los tipos de las cédulas de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo, ponderándolos con el PIB a precios corrientes del mismo año. En 2015 se ha utilizado el PIB de 2014.
- c Definido como el agregado ponderado por PIB a precios corrientes del mismo año de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo. En 2015 se ha utilizado el PIB de 2014. Para agregar las distintas categorías por plazos dentro de cada país se utilizan los mismos pesos (volumen de operaciones) que en España, de manera que la comparación no se vea afectada por diferencias entre dichos pesos en una y otra área.

PIB Y OCUPADOS



OCUPADOS (a)

Contribuciones de los ocupados por ramas de actividad a la tasa interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Empleo equivalente a tiempo completo de la Contabilidad Nacional Trimestral.

3.2 EL PROGRESO EN EL RESTABLECIMIENTO DE LOS EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

La mejora de las condiciones de financiación ha encontrado un importante soporte en los avances realizados en los procesos de ajuste y en las reformas internas, que han situado la economía española en una posición más saneada y competitiva, lo que está facilitando que la recuperación de la actividad se traslade con intensidad a la creación de empleo y el despeje de la inversión.

Uno de los rasgos más destacados en 2014 fue el cambio en la dinámica del empleo, tras cinco años de descensos consecutivos. Su recuperación fue generalizada por ramas y más intensa en el empleo temporal

El crecimiento del empleo se fue acelerando a lo largo del ejercicio, hasta superar el ritmo de avance del PIB en el último trimestre. La productividad observada experimentó una pronunciada desaceleración, incrementándose apenas un 0,2 %, tras haber registrado una tasa de variación media del 2,4 % en los cinco años precedentes (véase gráfico 1.5). El comportamiento del empleo refleja, entre otras cosas, los efectos de los cambios legislativos introducidos desde 2012, que habrían contribuido a facilitar la adecuación de las condiciones laborales de las empresas a su situación cíclica y competitiva. En esta dirección apuntaría la evolución de los flujos laborales en 2014 (número de transiciones desde el empleo al desempleo o desde el paro al empleo), que muestra una progresiva moderación en el ritmo de destrucción de empleo, sobre todo de empleo indefinido, y una cierta reactivación de los flujos de salida del desempleo, más acusada en los trabajadores que llevaban menos tiempo en esta situación y con mayores niveles de formación.

La recuperación del empleo temporal alcanzó mayor intensidad (5,3 % al concluir el año), si bien el empleo indefinido mostró también una progresiva mejoría a lo largo del ejercicio (2 % en tasa interanual en el último trimestre). Sin embargo, este último resultado debe considerarse todavía insuficiente a la luz de las numerosas medidas tomadas en el pasado reciente para incentivar la contratación indefinida, entre las que destaca la reducción en 2014 de la cotización empresarial por contingencias comunes para nuevas contrataciones de este tipo. Ya en 2015, esta medida ha sido sustituida por un nuevo programa que dirigirá los incentivos hacia la parte baja de la distribución salarial, donde se concentran los colectivos con mayores dificultades de empleabilidad y tasas de paro más elevadas.

La población activa se redujo en 2014 a tasas similares a las observadas el año anterior (-1 %), a lo que contribuyeron tanto la caída de la población en edad de trabajar, concen-

trada en la población extranjera, como el descenso de la tasa de actividad, más pronunciada entre la población inmigrante. El ritmo de descenso de la oferta laboral se fue moderando a lo largo del año, hasta prácticamente estabilizarse en el último trimestre.

La tasa de paro disminuyó, pero continúa siendo muy elevada para los jóvenes y los trabajadores con menor cualificación, que se enfrentan a mayores dificultades para reincorporarse al mercado laboral

En el contexto de disminución de la oferta laboral en 2014, el dinamismo del empleo propició una significativa reducción del número de desempleados —un 8 % en el promedio del año, hasta quedar cifrado en 5.485.000 personas—, y la tasa de paro se redujo en 2 pp a lo largo de 2014, hasta situarse en el 23,7 % de la población activa, más de 15 pp por encima de su nivel en 2008. Las tasas de paro de los jóvenes y de los trabajadores con menor nivel de formación permanecieron en niveles muy elevados (39,7 % y 41,2 %, respectivamente) y, en este último caso, apenas se redujo en 2014. El desempleo de larga duración repuntó hasta alcanzar un nivel próximo al 62,8 %, aunque mostró una tendencia decreciente en la segunda mitad del año.

Prosiguió el ajuste competitivo de la economía como resultado del proceso de devaluación interna...

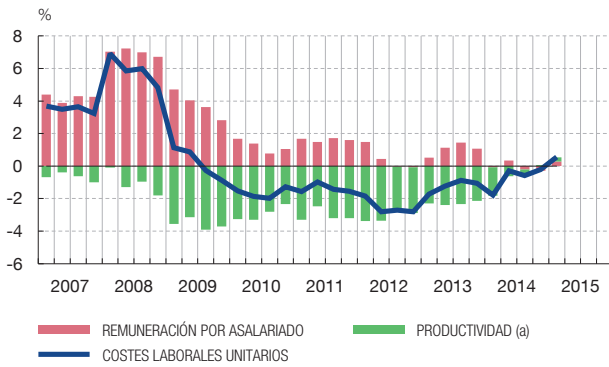
Los costes laborales prolongaron la pauta de moderación de los últimos años. La remuneración por asalariado experimentó un pequeño retroceso (-0,2 % en promedio anual), como resultado de su estabilización en la economía de mercado y de una pequeña caída en la de no mercado. Los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva mantuvieron una tónica muy similar a la del año precedente (0,6 %). Adicionalmente, también contribuyeron a flexionar a la baja los costes laborales la modificación temporal de las condiciones laborales o la activación de inaplicaciones de convenio, así como los efectos composición derivados de las diferencias de niveles salariales entre los flujos de entrada y salida del empleo.

En los últimos años, la moderación de los costes laborales está siendo superior a lo que puede explicarse por la evolución de sus factores determinantes, lo que podría atribuirse al efecto de los cambios legislativos antes mencionados, en particular de aquellos que han permitido una mayor respuesta de los salarios a la situación cíclica. Se observa, sin embargo, un porcentaje creciente de resultados de la negociación que fijan los salarios en los niveles mínimos de los convenios y una elevada concentración de las tarifas salariales en el entorno del 0 %, en un contexto de inflación negativa durante la mayor parte del año. Los incrementos salariales de los convenios de empresa fueron algo más reducidos que los sectoriales, pero siguen afectando a un porcentaje muy reducido de los trabajadores, por lo que el margen para una mayor descentralización de la negociación colectiva continúa siendo elevado.

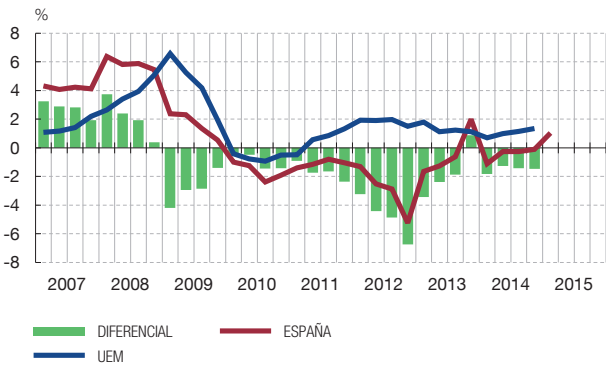
Como se indica en el capítulo 4 de este Informe, los cambios regulatorios introducidos en el mercado de trabajo pueden favorecer la adaptación de la economía española a las pautas de estabilidad de la UEM y mejorar su capacidad de respuesta ante perturbaciones y oscilaciones cíclicas. Un mayor grado de flexibilidad en la formación de los salarios permite que los ajustes transcurran a través de los precios relativos y reducir su impacto sobre la actividad económica y el empleo. Desde este punto de vista, resulta importante evitar el retorno a prácticas de indexación salarial ya superadas.

Los costes laborales por unidad de producto se redujeron por quinto año consecutivo, lo que provocó un nuevo ajuste de costes relativos con respecto a la UEM (véase gráfico 1.6). No obstante, la intensidad del ajuste se está atenuando, en parte como consecuencia de la minoración del ritmo de avance de la productividad. La mejora de la competitividad se extendió a una amplia gama de índices de precios. En conjunto, en 2014 prosiguió el ajuste competitivo de la economía española a través del proceso de devaluación interna.

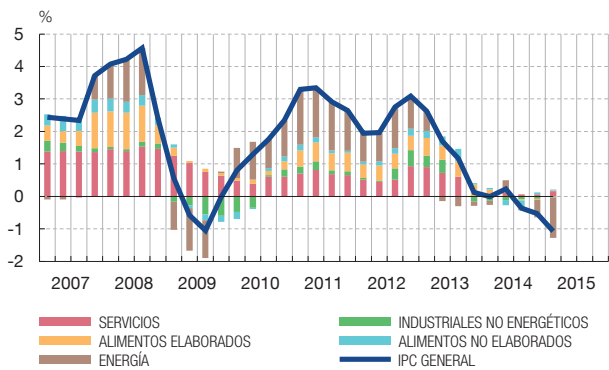
COSTES LABORALES UNITARIOS EN ECONOMÍA DE MERCADO
Tasas interanuales



COSTES LABORALES UNITARIOS ESPAÑA-UEM
Tasas interanuales



ÍNDICE GENERAL (IPC)
Contribuciones a la tasa interanual



ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA Y ALIMENTOS NO ELABORADOS
Tasas interanuales



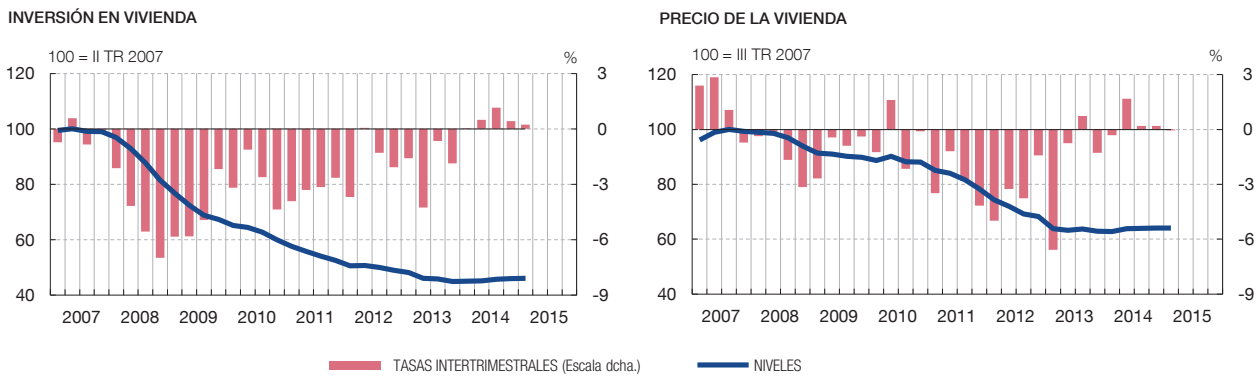
FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales cambiadas de signo.

... si bien el mantenimiento del equilibrio externo requiere profundizar en las ganancias de competitividad

En adelante, la necesaria continuidad en la mejora de la competitividad se enfrenta a un entorno algo menos propicio, dada la baja inflación generalizada en el área del euro, y a los obstáculos que pueden surgir como consecuencia de la rigidez nominal de los salarios y, sobre todo, de los bajos crecimientos de la productividad previstos, dado el habitual comportamiento contracíclico de esta variable.

La corrección del desequilibrio exterior a lo largo de los últimos años ha alcanzado gran intensidad, como muestra la generación de superávits externos en los últimos tres años. En 2014 la capacidad de financiación de la nación fue de magnitud algo inferior a la de 2013, en gran medida como consecuencia del repunte de las importaciones (véase recuadro 1.2). Pese a la mejoría del saldo de flujos con el exterior, el avance en la reducción de la Posición de Inversión Internacional (PII) está siendo muy gradual, cifrándose en el 93,5% del PIB en 2014 (93,8% el año precedente), lo que ilustra sobre la necesidad de perseverar en el logro de superávits exteriores durante un período suficientemente prolongado. Como se analiza en el recuadro citado, el elevado contenido importador de la demanda final, la excesiva dependencia energética del resto del mundo y los abultados pagos por intereses —aspectos todos ellos que deberían irse atenuando gradualmente— requieren un esfuerzo adicional en el ámbito de las exportaciones, que deberán continuar la trayectoria de ganancia de cuota, a través de mejoras adicionales de competitividad-precio y de calidad.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El sector residencial se estabilizó tras un ajuste de gran magnitud, aunque su recuperación no está exenta de incertidumbre

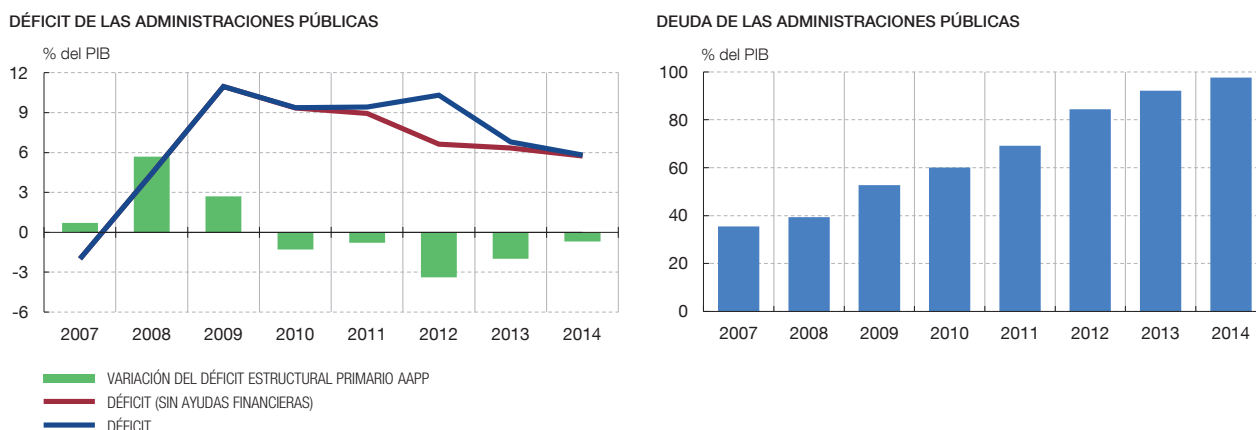
Tras seis años de contracción, la actividad del sector residencial reflejó pequeñas variaciones positivas desde comienzos del segundo trimestre del año pasado. A pesar de este cambio de tendencia, la inversión en vivienda tuvo una contribución levemente negativa a la actividad en 2014 (0,1 pp), a gran distancia del nivel de detracción que ejerció durante la crisis (1 pp en media los seis años precedentes). Tanto los visados de obra nueva, por el lado de la oferta, como las transacciones de vivienda, por el de la demanda, repuntaron levemente, aunque desde niveles muy reducidos. La absorción del elevado *stock* de vivienda nueva sin vender que se generó tras el desplome del sector continuó a un ritmo lento, debido al reducido número de transacciones de viviendas nuevas, y mostró importantes diferencias a escala regional. Los mayores desajustes entre oferta y demanda se concentran en las zonas costeras, donde se acumularon los mayores excesos durante la expansión.

El descenso del precio de la vivienda tocó suelo en el primer trimestre del año pasado según la información del índice elaborado por el INE, incrementándose un 0,3 % en el promedio anual, tras seis años de caída, y cerrando el año con una tasa interanual positiva, del 1,8 %. La evolución de los precios de la vivienda señala asimismo comportamientos dispares por áreas geográficas, aunque al concluir el año prácticamente todas las CCAA participaban del incremento de los precios de la vivienda.

La evolución en 2014 indica que el severo ajuste del sector residencial parece haber culminado con una reducción drástica de su tamaño y una corrección de los precios de gran magnitud. La actividad residencial redujo su peso en el PIB un 68 % desde el último máximo cíclico, hasta situarse en el 4 % del PIB en 2014, y los precios inmobiliarios cayeron desde su nivel máximo un 36 % en términos nominales (44 % en términos reales), corrigiendo por tanto una elevada proporción del aumento observado en la fase expansiva (véase gráfico 1.7). De cara al futuro, las perspectivas de recuperación del sector no están exentas de incertidumbre. Por una parte, es difícil determinar en qué medida el cambio de tendencia observado se irá reflejando en una recuperación sostenida de la actividad, dado el elevado volumen de viviendas sin vender y su particular distribución geográfica. Por otro lado, desde un punto de vista más de medio plazo, existen dudas sobre la incidencia de los desarrollos demográficos sobre la demanda potencial de vivienda.

Se alcanzó el objetivo de déficit de las AAPP, al tiempo que la política fiscal

El déficit de las AAPP se redujo en 2014 hasta el 5,8 % del PIB (5,7 % una vez que se excluye el impacto de las ayudas a las instituciones financieras), alcanzando el objetivo establecido para ese año por el Consejo Europeo (5,8 % del PIB), si bien esta cifra de cierre



FUENTE: Intervención General de la Administración del Estado.

empezó a ser un condicionante menos destacado de la evolución macroeconómica

resultó ser algo superior a la fijada por el Gobierno en la actualización del Programa de Estabilidad de abril de 2014. La orientación de la política fiscal (aproximada por la variación del saldo estructural primario) fue moderadamente contractiva, en marcado contraste con el tono fuertemente restrictivo de los últimos años (véase gráfico 1.8). A su vez, el cumplimiento del objetivo de déficit por tercer año consecutivo contribuyó a mejorar la confianza de los agentes macroeconómicos en la sostenibilidad de las finanzas públicas y, por esta vía, a reducir la incertidumbre sobre la evolución global de la economía española.

La reducción del déficit se produjo como resultado de una contribución de magnitud similar de los ingresos públicos, cuya ratio en proporción del PIB aumentó 0,3 pp, hasta el 37,8 % del PIB, y del gasto público, que descendió en una cuantía similar, hasta quedar situado en el 43,5 % del PIB. El aumento de los ingresos fue ganando intensidad a lo largo del año, en sintonía con la mejora cíclica y el cambio de composición del PIB, desde la demanda externa hacia la demanda interna, que favorece la recaudación de impuestos indirectos. Adicionalmente, el creciente dinamismo del mercado laboral impulsó las bases de los impuestos vinculados a las rentas del trabajo (IRPF y cotizaciones sociales).

El descenso de la ratio de gasto público se debió al ajuste del gasto primario, basado en la disminución del peso del consumo público y de las prestaciones sociales (por la reducción del desempleo) y de la inversión pública, que se contrajo moderadamente desde niveles ya muy reducidos. Los intereses pagados atenuaron su ritmo de avance, al empezar a reflejar el significativo descenso del coste de financiación del Tesoro a lo largo del ejercicio, con lo que mantuvieron un nivel similar al del año precedente (3,3 % del PIB), a pesar del incremento registrado por el endeudamiento público.

Las actuaciones en el ámbito del pago a los proveedores de las AAPP han ayudado a normalizar las relaciones financieras con el sector privado

Los últimos pagos del Plan de Pago a Proveedores se realizaron en febrero del año pasado, pero se ha puesto en marcha un nuevo conjunto de fondos destinados, principalmente, al pago a proveedores de las CCAA y las CCLL. Todas estas iniciativas han generado un aumento del endeudamiento de las Administraciones Territoriales con el Estado y, en paralelo, una disminución del endeudamiento privado, y deberían acompañarse de la exigencia del cumplimiento estricto de los planes de ajuste a los que han venido condicionados estos mecanismos de financiación extraordinaria.

En el corto y medio plazo, resulta ineludible perseverar

La ratio de deuda pública sobre el PIB aumentó en 2014 en unos 3 pp, hasta situarse en el 97,7 % del PIB, en línea con el objetivo oficial. El aumento de la deuda fue el resultado

en la estrategia de consolidación fiscal por los retos que plantean la estabilización y la reducción posterior de la ratio de deuda pública

El desendeudamiento del sector privado avanzó significativamente. Aunque la contracción del crédito continuó siendo el principal motor del proceso, en 2014 se moderó sustancialmente

Los resultados del ejercicio global de valoración de las entidades del área del euro certificaron la efectividad del proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema bancario

principalmente del todavía elevado déficit primario. En 2015 la deuda continuará incrementándose, según los planes oficiales, hasta alcanzar el 98,9 % del PIB, para comenzar a reducirse de manera tímida en 2016. Los retos que para el conjunto de la economía plantea un nivel de deuda pública tan elevado, incluso en un proceso de reducción gradual de esta en el medio plazo, no deben minimizarse.

El endeudamiento de las familias y de las empresas españolas se redujo nuevamente, hasta alcanzar, respectivamente, el 71 % y el 92 % del PIB al cierre del año. Las correspondientes distancias entre estas ratios y las del área del euro en su conjunto retrocedieron hasta los 10 pp y los 12 pp, respectivamente, lo que supone la mitad y un tercio de las cifras registradas en 2010, cuando las deudas del sector privado español alcanzaron su máximo relativo.

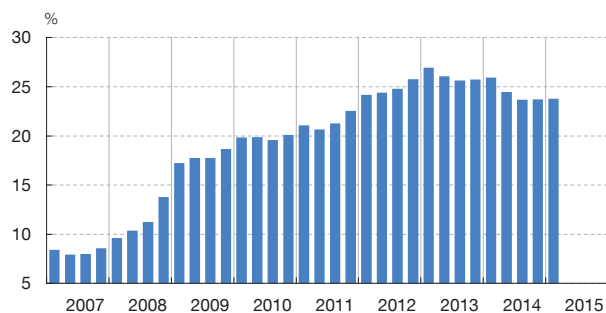
El crecimiento real del PIB contribuyó a la disminución de estas ratios, pero la evolución de la inflación, que hasta este año había ayudado también a reducirlas —aunque de forma moderada—, tuvo el efecto contrario. En cualquier caso, el principal motor del proceso de desendeudamiento privado fue, un año más, la contracción del crédito bancario. Es importante destacar, sin embargo, que el pasado año, y por primera vez desde que se inició este necesario proceso de corrección, tuvo lugar una significativa moderación de las tasas de retroceso de los préstamos bancarios a empresas y familias. Adicionalmente, desde una perspectiva más desagregada, volvieron a registrarse signos que apuntan a una reasignación de los nuevos flujos de crédito a favor de las empresas en una situación económica y financiera más favorable. De este modo, cuando ambas perspectivas —la agregada y la desagregada— se consideran conjuntamente, la evolución del crédito a lo largo del pasado ejercicio es coherente con una trayectoria de progresiva normalización, cuyas implicaciones para la financiación de la recuperación económica se analizan con detalle en el capítulo 5 de este Informe.

El ejercicio de valoración global de las entidades que se llevó a cabo como parte del trabajo preparatorio para el lanzamiento del MUS mostró, por un lado, que los activos bancarios españoles estaban valorados de manera razonable, ya que las revisiones requeridas afectaron solo al 0,2 % del total de sus activos ponderados por riesgo, el porcentaje más reducido de toda la UEM. Y constató, por otro lado, que los bancos españoles disponían del capital requerido para superar un eventual escenario macroeconómico adverso extremo, puesto que las pruebas de estrés realizadas no detectaron deficiencias de capital para ninguno de ellos.

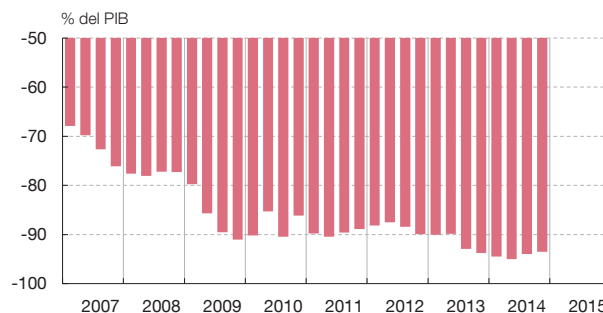
El proceso de ajuste de las entidades que recibieron ayudas públicas avanzó, además, conforme a lo programado, de manera que al cierre de 2014 la práctica totalidad del descenso previsto en términos de activos, número de oficinas y empleados se había completado. El FROB formalizó la venta, mediante subasta, de dos (NCG y Catalunya Banc) de los cuatro bancos bajo su control, y vendió también, mediante OPV, un 7,5 % de su participación en Bankia (a través de BFA).

A más largo plazo, la capacidad del sector para financiar la economía se verá reforzada también por los avances regulatorios que se están produciendo en la agenda definida por el G-20 para lograr un sistema financiero global más sólido y estable. En el ámbito europeo, 2014 supuso la entrada en vigor del Acuerdo de capital de Basilea III, una vez transpuesto a la normativa comunitaria. Se actualizaron la metodología y la lista de instituciones de importancia sistémica global y el FSB avanzó su propuesta para aumentar la capacidad total de absorción de pérdidas de dichas instituciones, así como sus iniciativas para mejorar los mecanismos de resolución de entidades con actividad en múltiples jurisdicciones.

TASA DE PARO



POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Los datos anteriores al cuarto trimestre de 2012 siguen la anterior metodología basada en el quinto *Manual de Balanza de Pagos*.

4 Los retos para la consolidación de la recuperación y el papel de las políticas económicas

Las políticas económicas han de consolidar los ajustes para afianzar y prolongar la fase de recuperación

La recuperación de la economía en 2014 se asentó en los progresos alcanzados en el restablecimiento de sus equilibrios macroeconómicos, pero también en otros factores, de naturaleza más temporal, con menor influencia en el crecimiento de la economía española a medio y largo plazo.

Los resultados conseguidos en crecimiento económico y creación de empleo son alentadores e indicativos de los frutos cosechados por los esfuerzos realizados, pero no se debe perder de vista que el proceso de ajuste y reequilibrio de la economía española no ha finalizado y que el impacto de la profundidad de la crisis sobre la situación del país no se ha disipado completamente. Aunque el PIB y el empleo han afianzado su trayectoria de recuperación, se encuentran todavía por debajo de sus respectivos niveles al inicio de la crisis. También el PIB per cápita ha empezado a aumentar, pero su nivel no ha recuperado el de 2007. El entorno demográfico ha cambiado en los últimos seis años, con descensos de la población que podrían prolongarse en el futuro. Desde el punto de vista financiero, la trayectoria alcista de la ratio de la deuda pública no se ha detenido todavía, y los elevados niveles de endeudamiento privado, a pesar de los notables avances en su desendeudamiento, siguen condicionando el dinamismo del gasto y suponen elementos de vulnerabilidad ante la posible emergencia de nuevos episodios de incertidumbre.

Las políticas económicas tienen, por tanto, que seguir desempeñando un papel primordial para asegurar que se completa el reequilibrio de la economía, se profundiza la solidez del crecimiento y se reabsorben los efectos duraderos de su pesado legado, del que el elevado desempleo y el alto endeudamiento son sus rasgos más visibles (véase gráfico 1.9).

La UEM debe seguir avanzando hacia una genuina unión económica y monetaria

Por un lado, y aunque excede el ámbito exclusivo de la política económica española, es preciso reafirmar la importancia de que la UEM siga avanzando hacia una genuina unión económica y monetaria. Pese a los importantes progresos registrados en la reforma de la gobernanza del área y en la construcción de la unión bancaria, las tensiones generadas por la situación en Grecia evidencian que los riesgos y los retos para el euro no han desaparecido. Las líneas de avance se trazaron de manera clara en la hoja de ruta del llamado «Informe de los Cuatro Presidentes» y fueron asumidas y respaldadas por los jefes de Estado y de Gobierno del área. Se trata, sin duda, de pasos complejos, que, como en el caso de la unión fiscal, requerirán grandes esfuerzos para extender las áreas de soberanía compartida en direcciones que resultarán claves para la consolidación del euro y de la UEM, y que, como la experiencia reciente de la unión bancaria

apunta, terminan reportando a los Estados miembros y a sus ciudadanos más beneficios que costes.

Y, en España, las políticas económicas deben asegurar que la recuperación se asienta en unas condiciones de estabilidad duradera

En el ámbito de las finanzas públicas nacionales, el proceso de consolidación fiscal de los últimos años se ha apoyado en el fortalecimiento del compromiso con la estabilidad presupuestaria y del marco de supervisión de las cuentas públicas, para lo que se han desarrollado distintos instrumentos, como la Ley de Estabilidad Presupuestaria y la puesta en marcha de la Autoridad Independiente de Responsabilidad fiscal (AIReF), en el nuevo marco de gobernanza europea. Tras la experiencia de la crisis de deuda soberana, una de las prioridades de este conjunto de normas es intensificar la corresponsabilidad en el cumplimiento de los objetivos de déficit de los distintos niveles de gobierno (Administración Central, CCAA y CCLL). Se han arbitrado mecanismos preventivos y correctivos para evitar el riesgo de desviaciones persistentes de cada administración, así como fórmulas extraordinarias de financiación, sujetas a condicionalidad, en situaciones de tensión en las condiciones financieras de las distintas AAPP.

Se ha avanzado en el fortalecimiento de la disciplina presupuestaria, pero existen vías de mejora de los procedimientos preventivos existentes para asegurar el cumplimiento de los objetivos fiscales

Los logros en este terreno han sido significativos. No obstante, en 2014 una mayoría de CCAA excedió los objetivos de déficit. Ello obliga a avanzar en nuevas vías de mejora en la aplicación de los procedimientos existentes. En particular, se debe asegurar el estricto cumplimiento de los mecanismos de alerta temprana que contempla la Ley de Estabilidad Presupuestaria y, en los casos en que se produzcan desviaciones recurrentes, la activación de los pasos correctivos que establece la ley. La AIReF, en el marco de sus competencias, debe contribuir a hacer efectivos estos procedimientos.

Por otra parte, la generalización de los mecanismos de apoyo financiero a las CCAA plantea algunos retos que es necesario abordar conjuntamente con la reforma del sistema de financiación autonómica, de forma que se asegure un marco de financiación transparente y estable para el desarrollo de las competencias de gasto.

El cumplimiento de los objetivos presupuestarios podría requerir reforzar el plan de consolidación fiscal

La estrategia presupuestaria de medio plazo del Gobierno establece que el ajuste recaerá en los próximos años sobre el gasto público, que se prevé se reduzca por las mejoras de eficiencia que propiciarán las diversas reformas de racionalización del gasto instrumentadas bajo el paraguas del Informe de la Comisión para la reforma de las AAPP (CORA), que plantea una simplificación del mapa de competencias, en particular en el ámbito del sector público empresarial y de la reforma de la Administración Local. Adicionalmente, el Plan Presupuestario del Gobierno basa el logro de los objetivos en un comportamiento más expansivo de los ingresos públicos, en un contexto de reforma del sistema tributario.

En conjunto, los objetivos planteados son exigentes y, para asegurar su cumplimiento, puede ser necesario, si se materializan los riesgos de desviación, reforzar el plan de consolidación fiscal con actuaciones complementarias. Por el lado del gasto público, habría que asegurar la eficacia de los planes de racionalización instaurados y revisar en profundidad las distintas partidas, con el objetivo de priorizar aquellas que tienen mayor impacto sobre el crecimiento. Por el lado de los ingresos, habría que considerar una estructura impositiva que permita obtener de forma estable los recursos suficientes para financiar el nivel deseado de gasto público. En este sentido, podría considerarse aumentar el peso relativo de la imposición indirecta (ampliación de las bases del IVA, incremento de impuestos especiales y fiscalidad medioambiental) y racionalizar la amplia gama de deducciones, bonificaciones y reducciones que erosionan la capacidad recaudatoria de los impuestos, en línea con las propuestas de los expertos y de los organismos internacionales. Resulta crucial que tanto la composición del ajuste del gasto como la revisión de la cesta de im-

puestos se diseñen tratando de minimizar los posibles efectos adversos sobre el crecimiento a largo plazo de la economía.

Y hay que abordar los retos que plantea el envejecimiento de la población para las finanzas públicas en el medio plazo

La reforma del sistema de pensiones que se adoptó en 2013 contribuirá de forma decisiva a suavizar el crecimiento del gasto público que comportará el previsible proceso de envejecimiento de la población. Las últimas proyecciones disponibles realizadas en el ámbito europeo (con metodología armonizada) prevén un ligero descenso del peso del gasto público en pensiones en España entre 2013 y 2060 (de 0,8 pp, al alcanzar entonces una ratio del 11 % del PIB), frente al incremento de 3,6 pp que se habría producido en ausencia de la citada reforma. Para evitar incertidumbres sobre la cuantía futura de las pensiones, es necesario que el nuevo sistema se instrumente con la mayor transparencia posible, conforme a los procedimientos que establece la Ley. La implantación de estas modificaciones plantea la necesidad de fomentar la introducción de mecanismos de seguro y ahorro que ayuden a complementar en el futuro las pensiones del sistema público de reparto, incluyendo incentivos fiscales.

El mercado laboral debe continuar su proceso de transformación...

El mercado de trabajo se enfrenta al doble reto de reducir el desempleo hasta tasas comparables con las existentes en otras economías avanzadas y de alcanzar un comportamiento más dinámico de la productividad que impulse un crecimiento sostenido de la renta per cápita a medio plazo. Las perspectivas a corto plazo son favorables, pero resulta fundamental mantener el impulso reformista que equie a la economía española con los márgenes de flexibilidad necesarios para evitar que la elevada tasa de desempleo se convierta en estructural e impulsar la mejora de la productividad y la continuidad de las ganancias de competitividad.

... mediante un mejor funcionamiento de las políticas activas de empleo...

Se debe mejorar la efectividad del conjunto de políticas activas que tienen como objetivo principal facilitar la reinserción de los desempleados en el mercado laboral. Como se ha señalado a lo largo de este capítulo, esta tarea está resultando particularmente difícil para aquellos colectivos que llevan más tiempo en situación de paro y cuyo nivel de formación es más reducido. Se han dado pasos importantes en esta materia en el último año, en la dirección de mejorar la coordinación entre la Administración Central del Estado y las CCAA, aumentar el vínculo entre la financiación y los resultados de los diferentes programas, así como de propiciar la participación del sector privado. En esta misma línea, la reciente reforma del sistema de formación para el empleo incluye la concurrencia competitiva de los diferentes proveedores de formación, reduciendo el papel de los agentes sociales en la gestión y la impartición de la formación. Pero resulta fundamental un avance decidido en la implementación efectiva de este amplio conjunto de cambios, lo que requiere, en algunos casos, un desarrollo normativo aún pendiente. La experiencia proveniente de otros países muestra que la efectividad de los diferentes programas de activación depende de las condiciones económicas e institucionales de cada uno de ellos. Por tanto, el cambio de estrategia en España debería ir acompañado de una evaluación rigurosa de los distintos programas, lo que exige mejorar la información disponible sobre el coste y la efectividad de las diferentes medidas de apoyo a los desempleados.

Por otra parte, el peso de las bonificaciones a la contratación en el conjunto del gasto en políticas activas es muy elevado, y su impacto sobre las posibilidades de empleo de los colectivos más desfavorecidos es incierto. Una evaluación y reordenación del conjunto de bonificaciones existentes, como la prevista en el Programa Nacional de Reformas 2015, permitiría liberar recursos que podrían utilizarse para profundizar en el proceso de modernización de los servicios públicos de empleo, que permita, por ejemplo, diseñar

eficientemente itinerarios individualizados de inserción para los desempleados en función de sus características y de las necesidades detectadas en las demandas de las empresas.

... la profundización de los cambios en la negociación colectiva...

Los diferentes cambios introducidos en el marco de la negociación colectiva han intentado aumentar el grado de descentralización del sistema y adecuar las condiciones laborales a la situación específica de empresas y sectores. Se han producido avances en este terreno, pero el grado de dispersión salarial entre sectores y empresas continúa siendo reducido. Actuaciones adicionales en este campo pasarían por revisar el principio de eficacia general automática de los convenios sectoriales para favorecer la adecuación de las negociaciones a la situación específica de las empresas y a la participación de los trabajadores en aquellas. Este tipo de medidas acercaría el mercado de trabajo español a las prácticas habituales en otros países europeos.

... y la racionalización del sistema de contratación

Los avances en la reducción de la dualidad del mercado laboral están siendo menos visibles. Parece razonable que, tras un episodio prolongado de destrucción de empleo, caracterizado por elevados niveles de incertidumbre, la recuperación de la ocupación bascule en sus etapas iniciales sobre la contratación temporal. No obstante, el recurso a la contratación indefinida sigue siendo débil, a pesar de los cambios introducidos para favorecer este último tipo de contratación. Es bien conocido que una elevada temporalidad acaba configurando un mercado laboral con una excesiva volatilidad del empleo y tiene efectos negativos sobre la productividad a través, fundamentalmente, de los escasos incentivos que la excesiva rotación laboral genera para la inversión en capital humano y tecnológico por parte de las empresas y los trabajadores. En este ámbito, por tanto, las actuaciones deberían ir dirigidas a reequilibrar los incentivos a favor de la contratación indefinida, reduciendo la magnitud de la brecha que separa las condiciones de terminación de las distintas modalidades de contratación y facilitando una mayor continuidad entre ellas.

Ampliar las posibilidades de crecimiento a largo plazo de la economía española requiere mantener y profundizar las reformas estructurales

El crecimiento futuro de la economía española se verá condicionado por la forma en la que logre superar los efectos que la crisis ha tenido sobre la dotación de factores productivos, pero también por la capacidad que tenga de incrementar las bajas tasas de avance de la productividad que la han aquejado de forma continuada.

En este sentido, el potencial de crecimiento vendrá muy condicionado por la capacidad de reducir la tasa de desempleo y su persistencia, así como de incrementar el grado de capitalización de la economía, mediante un aumento de la inversión empresarial que aproveche la sensible mejoría en las condiciones de financiación y de costes que afrontan las empresas españolas. También dependerá de la posibilidad de acelerar las ganancias de eficiencia de la economía mediante una adecuada asignación de los recursos productivos entre ramas productivas y empresas.

En este contexto, es preciso mantener y profundizar en las reformas estructurales que impulsen la inversión y la creación de empleo, que reduzcan los obstáculos a la competencia y que eliminen las barreras que impiden una reasignación adecuada de los recursos productivos hacia las empresas y sectores con mayor potencial de crecimiento. Como se analiza en el capítulo 3 de este Informe, estas barreras son el resultado de una regulación inadecuada, un tamaño medio empresarial reducido, una limitada movilidad geográfica y sectorial del empleo, un cierto desajuste educativo entre oferta y demanda de trabajo, que se habría ampliado durante la crisis, y una capacidad de innovación reducida, por lo que su superación requiere respuestas precisas y ambiciosas de la política

económica. Por otra parte, como se expone en el capítulo 4, la instrumentación de reformas estructurales puede producir sinergias positivas con la política monetaria expansiva que está siguiendo el BCE mediante la aplicación de medidas no convencionales, incluso a corto plazo, por su impacto sobre las expectativas de mayor crecimiento de las rentas en el futuro.

A pesar de los avances realizados recientemente, aún existen reformas pendientes en distintos ámbitos sectoriales

En los últimos años se han producido avances en distintos ámbitos regulatorios y, más recientemente, se han introducido reformas tendentes a reducir el grado de indiciación de la economía, eliminar la acumulación de nuevos déficits de tarifa en el sector eléctrico y mejorar el marco para la creación y el desarrollo de actividad empresarial. Entre ellas, cabe destacar las distintas reformas de la Ley Concursal, incluyendo el reciente Real Decreto-ley 1/2015, que profundiza los mecanismos de reestructuración y liberación de deudas (segunda oportunidad) para empresarios individuales y personas físicas, los avances en la aplicación de la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado y las mejoras en el ámbito del comercio minorista. Sin embargo, el margen de mejora es todavía relevante en distintas áreas y no debería producirse una ralentización de los esfuerzos en este terreno. En particular, resulta prioritario agilizar la plena implementación de las directrices de la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado en todos los ámbitos de la Administración, así como el desarrollo de las reformas pendientes en el ámbito judicial, los servicios profesionales y las infraestructuras.

Se hace igualmente necesario mejorar el nivel y la calidad educativos y la capacidad tecnológica de la economía

Del mismo modo, la economía española sigue presentando un nivel y calidad educativos, así como un grado de capitalización tecnológica, inferiores a los de los países desarrollados, lo que merma la capacidad de crecimiento de la productividad. En este sentido, en el curso académico 2014-2015 se ha iniciado la implantación de la LOMCE y se regularon algunos aspectos específicos de la formación profesional básica, con el objetivo de facilitar la permanencia de los alumnos en el sistema educativo. Sin embargo, los avances en el terreno universitario han sido más limitados. Por su parte, la mejora de nuestro *stock* de capital tecnológico requiere una revaluación de los instrumentos de fomento de la innovación privada actuales, la mejora de la conexión con las instituciones de investigación pública y modificaciones en la gobernanza y financiación de estas últimas, objetivo que se puede ver favorecido por la creación de la nueva Agencia Estatal para la Investigación, conforme establece el PNR 2015.

La situación financiera de las familias —y, singularmente, su grado de endeudamiento— puede condicionar sus decisiones de gasto. La ratio entre la deuda de los hogares españoles y su renta —un indicador estándar de endeudamiento— se elevó de manera sustancial hasta 2010 y se ha reducido, sustancialmente también, desde entonces. En estos momentos se sitúa aún en un nivel elevado en relación tanto con otros períodos históricos de recuperación económica como con los países de nuestro entorno. En este recuadro se analizan sus implicaciones para el comportamiento reciente y esperado del consumo.

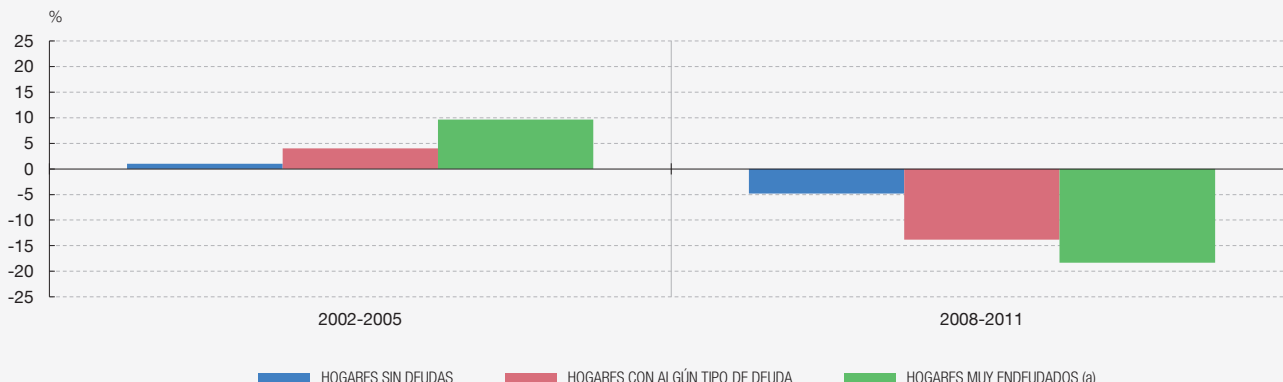
El gráfico 1 compara el comportamiento observado del consumo en distintos grupos de hogares, formados a partir de sus niveles de endeudamiento. Como se puede observar, las familias más endeudadas registraron con la crisis una mayor caída del consumo. Ejercicios adicionales de regresión para explicar el crecimiento del

consumo de cada hogar en función, conjuntamente, de su nivel de renta, riqueza y endeudamiento confirman esta relación inversa entre deudas y gasto¹.

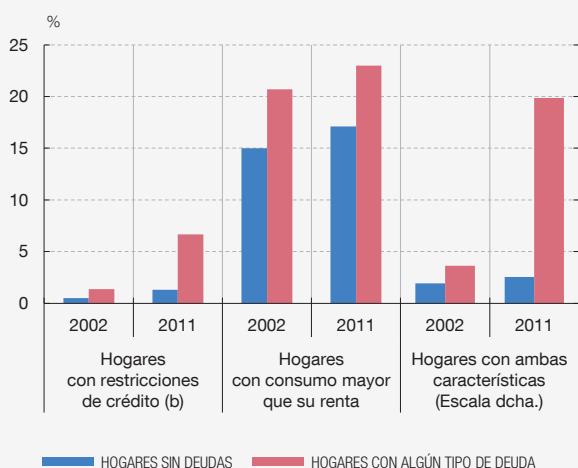
Para profundizar en el análisis de los posibles efectos de los niveles actuales de endeudamiento sobre el consumo de las familias españolas (y, por tanto, sobre la dinámica de recuperación de la economía), es preciso, sin embargo, añadir una dimensión adicional al estudio. Más concretamente, es relevante considerar el comportamiento de las que no disponen de capacidad de ahorro tras hacer frente al pago de sus deudas y tienen dificultades más acusadas para acceder a nuevos créditos. El gráfico 2, obtenido a partir de la Encuesta Financiera de las Familias, muestra el por-

1 Véase J. M. Casado y M. Folch (2015), para un mayor detalle sobre estos resultados.

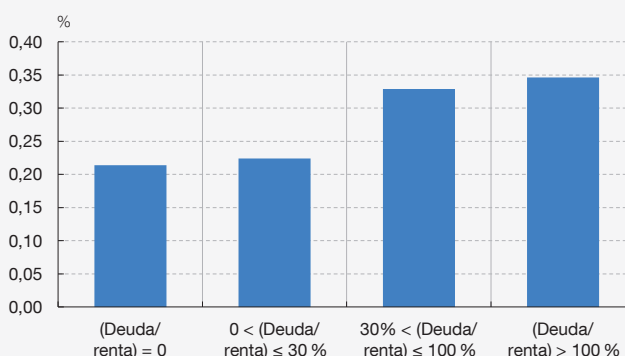
1 CRECIMIENTO DEL CONSUMO



2 HOGARES CON DIFICULTADES FINANCIERAS



3 RESPUESTA DEL CONSUMO ANTE VARIACIONES DE LA RENTA, POR NIVELES DE ENDEUDAMIENTO (c)



FUENTE: Encuesta Financiera de las Familias (EFF).

a Hogares que tienen una ratio de deuda sobre renta superior al 300%, de deuda sobre riqueza superior al 75%, o que pagan por intereses y amortización de sus préstamos más de un 40% de su renta.
 b Los hogares con restricciones de crédito se definen como aquellos a los que les han rechazado parcial o totalmente algún préstamo.
 c Este gráfico muestra las elasticidades del consumo con respecto a la renta. Véase J. M. Casado y M. Folch (2015) para más detalle.

centaje de hogares cuyos gastos anuales superan a sus ingresos y el de los que declaran tener un acceso limitado al crédito² (y también el peso relativo de los que muestran ambas características simultáneamente). Como se puede apreciar, estos porcentajes son claramente mayores en el caso de los hogares endeudados y han crecido con la crisis. Para estas familias, los avances del consumo dependen más estrechamente de la evolución de sus rentas corrientes y menos de posibles aumentos esperados de su renta futura, que no pueden transformarse en gasto hasta que no se materializan. Los ejercicios de regresión antes comentados confirman esta hipótesis y muestran que la respuesta del consumo ante cambios en la renta (corriente) se ha elevado durante la crisis. El gráfico 3 muestra las estimaciones de esa respuesta para distintos grupos de hogares formados a partir de sus niveles de endeudamiento. Como se puede observar, el cre-

cimiento del consumo asociado a incrementos de la renta es más elevado para los hogares más endeudados.

De este modo, cabe concluir que el alto endeudamiento de las familias españolas ha afectado negativamente a su consumo, como cabría esperar, pero simultáneamente ha aumentado también la sensibilidad de este ante una variación de sus ingresos corrientes. Esta mayor sensibilidad del consumo a las rentas corrientes ayuda a explicar el dinamismo que ha presentado recientemente el primero, en un contexto de clara recuperación de las rentas de las familias. Y apunta también a que la mejora del empleo podría tener, en esta fase de recuperación, unos efectos comparativamente más positivos sobre el consumo que en episodios comparables anteriores. En todo caso, hay que recordar también que el todavía elevado nivel de endeudamiento conlleva una mayor sensibilidad de la demanda de las familias a cambios en los costes de financiación, aunque en el medio plazo no es previsible una subida significativa de tipos de interés que pueda tener un impacto contractivo notable sobre los niveles de gasto de los hogares.

2 Definido como la proporción de hogares cuyas solicitudes de crédito han sido rechazadas total o parcialmente.

La economía española volvió a presentar en 2014 una capacidad de financiación que, según datos de la Balanza de Pagos, habría ascendido al 1,2 % del PIB, cifra, sin embargo, inferior a la registrada el año anterior (2,1 %). En este recuadro se identifican las variables que han contribuido a la desaceleración del proceso de mejoría del saldo exterior en 2014, así como los factores que subyacen a su evolución, con el objetivo de identificar el alcance de la reciente moderación en el saldo externo.

Tanto la balanza corriente como, en mucha menor medida, la de capital contribuyeron a reducir el superávit exterior el pasado año (en seis y tres décimas del PIB, respectivamente). En relación con la balanza por cuenta corriente, el capítulo que motivó la mayor reducción de su saldo (hasta el 0,8 % del PIB, desde el 1,4 % del año anterior) fue la balanza de bienes y servicios, cuyo superávit se contrajo notablemente en 2014 (en ocho décimas, hasta el 2,6 % del PIB). Por el contrario, el saldo de rentas primarias y secundarias mejoró ligeramente (en dos décimas, hasta el -1,8 % del PIB).

A su vez, el empeoramiento del saldo de bienes y servicios vino dado por la reducción del superávit de bienes no energéticos, paliada solo en parte por la mejoría del saldo de bienes energéticos y del de servicios (véase gráfico 1). En particular, por lo que respecta al comercio de bienes, la rápida e intensa recuperación de las importaciones no energéticas contrarrestó el avance de las exportaciones (véase gráfico 2), que continuaron ganando cuota en el comercio mundial, y el impacto positivo sobre la factura energética del descenso en el precio del petróleo, que se hizo más patente en el tramo final del año¹. Por tanto, la mayor parte de la reducción del superávit corriente en 2014 recayó, de forma destacada, sobre las compras exteriores de bienes no energéticos, mientras que las exportaciones mantuvieron un ritmo de crecimiento elevado.

El buen comportamiento de las exportaciones de bienes, que desde el inicio de la crisis han crecido por encima de lo que lo han hecho la demanda mundial y la competitividad-precio², refleja el impacto de varios factores, que, en su conjunto, indicarían que se ha producido un cierto cambio estructural en su comportamiento. Una forma sencilla de ilustrar este posible efecto es analizar si la relación entre las exportaciones y sus determinantes ha cambiado durante la crisis. Con este objetivo, se estima la relación histórica entre estas variables para el período 1998-2008 y, según esta estimación, se predice la evolución de las exportaciones en los años siguientes a partir de la senda observada de la demanda mundial y de la competitividad de los productos espa-

ñoles³. De este modo, si la senda prevista para las exportaciones fuera similar a la observada, cabría pensar que no se ha producido un cambio en la relación que esta variable mantiene con sus determinantes.

Como se observa en el gráfico 3, las exportaciones han crecido sistemáticamente por encima de la predicción obtenida a partir de la ecuación estimada, lo que sugiere que se habrían producido cambios relevantes en la relación histórica de las ventas al exterior y sus determinantes. La diversificación geográfica de las exportaciones, el aumento en el número de empresas que exportan de forma estable (un 15,6 % superior al existente en 2008) y, también, la creciente internacionalización de las pymes explicarían el mejor comportamiento de las exportaciones, en relación con sus determinantes, durante el período más reciente. Especialmente relevante, dado el reducido tamaño del tejido empresarial español, es el papel creciente de las pymes en la evolución de las exportaciones (véase gráfico 4). Sin duda, el proceso de moderación salarial iniciado en 2010, y las consiguientes ganancias de competitividad⁴, ha facilitado la internacionalización de las empresas españolas y su penetración en mercados cada vez más competitivos, ya que los menores costes permiten a las empresas acceder a mercados donde los precios eran bajos en comparación con los costes de producción en España. En este contexto de recuperación de la competitividad-coste, se ha incrementado el atractivo de la economía española como receptora de flujos de inversión directa, con el consiguiente impacto positivo sobre la eficiencia y competitividad de las empresas receptoras de los mismos. Así, en la medida en que buena parte del ajuste competitivo acumulado durante los últimos años sea de naturaleza estructural, cabe esperar que el nivel de exportaciones sea persistentemente más elevado en el futuro.

En cuanto a las importaciones, como ya se ha mencionado, uno de los elementos más relevantes durante 2014 fue la intensa recuperación de las compras de bienes al exterior. Para tratar de valorar si este aumento, que sorprendió por su intensidad, fue consecuencia de un cambio en la relación histórica entre las compras en el exterior y sus determinantes (demanda final y competitividad, fundamentalmente) o de la propia evolución de estos últimos, se ha realizado un ejercicio similar al descrito para las exportaciones. En esta ocasión se observa que la evolución de las importaciones totales ha estado en línea con la obtenida a partir de la predicción estimada, por lo que no parece que se hayan producido cambios significativos en la relación histórica entre las compras al exterior y sus determinantes principales (véase gráfico 5).

Una conclusión similar se obtiene en 2014 cuando este análisis se realiza a nivel desagregado, con la excepción de las importacio-

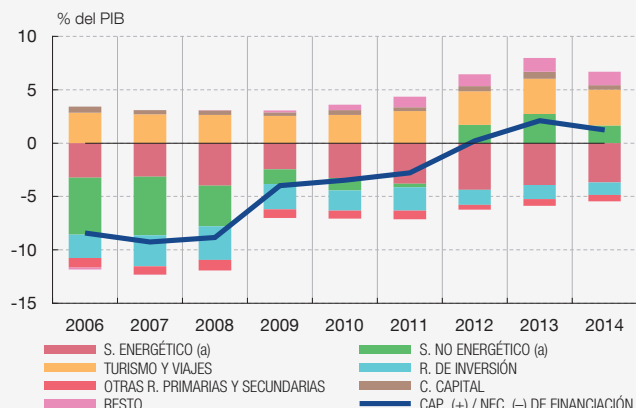
1 La factura energética se habría reducido un 5 % en el conjunto de 2014 (dos décimas del PIB). Este descenso refleja el impacto del abaratamiento del petróleo —del 8 %—, en tanto que el saldo energético en términos reales empeoró un 2,7 %. Cabe esperar que el descenso previsto en el precio del petróleo en 2015 permita una reducción adicional de la factura energética en dicho año. En media, la factura energética disminuye en torno al 0,5 % del PIB nominal por cada 10 euros de reducción del precio del barril de petróleo.

2 E. Prades y C. García (2015), «Actualización de la función de exportaciones españolas de bienes», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

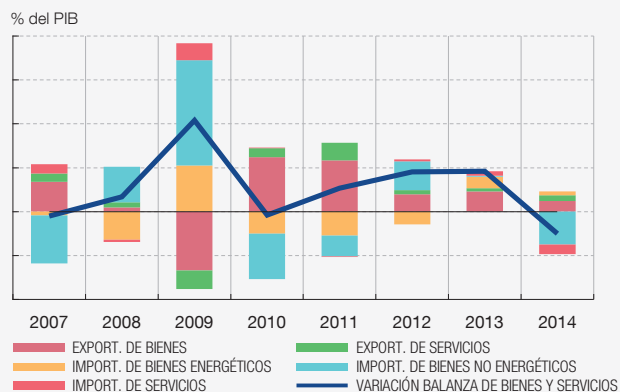
3 En concreto, se incluyen en la ecuación la variable que recoge la evolución del mercado de exportación de España y los deflatores de exportaciones e importaciones de bienes. En especificaciones alternativas se incluye también la demanda nacional.

4 Véase recuadro 5, «Competitividad, costes laborales y empleo», en «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre de 2014.

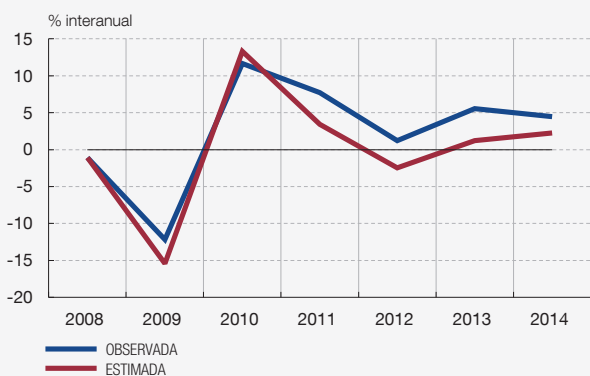
1 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN



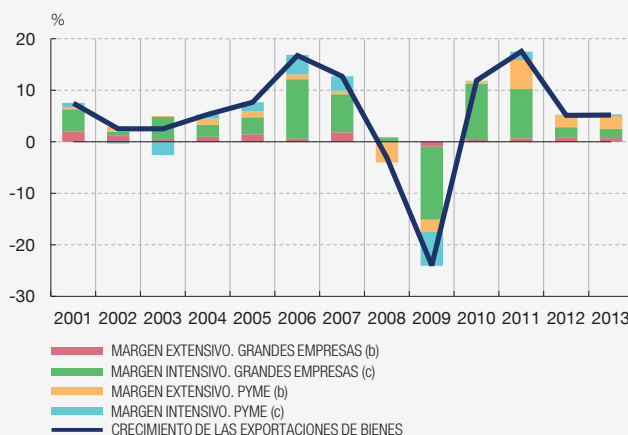
2 CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES A LA VARIACIÓN DEL SALDO DE BIENES Y SERVICIOS



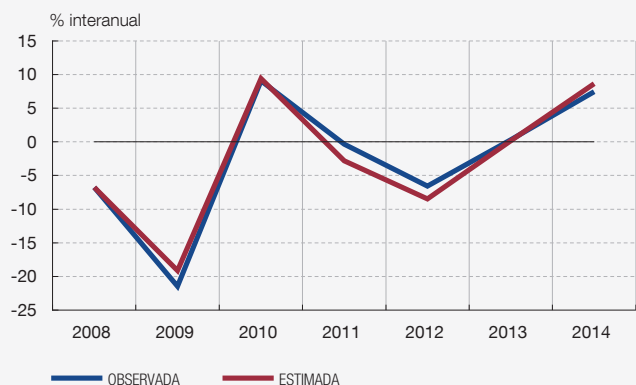
3 EXPORTACIONES DE BIENES



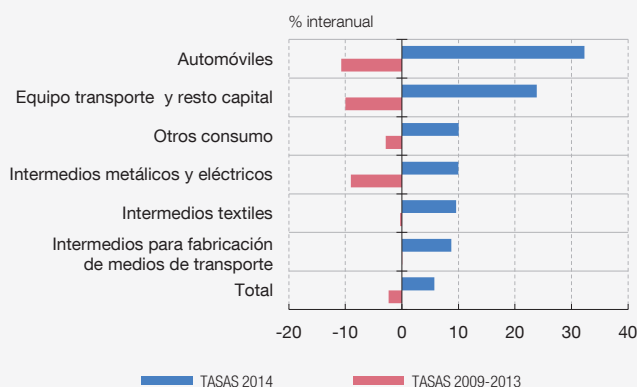
4 MARGEN EXTENSIVO E INTENSIVO: CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES



5 IMPORTACIÓN DE BIENES



6 IMPORTACIONES DE BIENES (NOMINAL)



FUENTES: Banco de España (según las estadísticas de Balanza de Pagos, CBA y Registro Mercantil) y departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria.

- a Los saldos energético y no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.
- b El margen extensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) del número de relaciones comerciales «empresa-país destino».
- c El margen intensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) de la cantidad exportada por cada empresa a cada país.

nes de bienes intermedios no energéticos⁵, que continuaron creciendo en dicho año por encima de lo que sugerían sus determinantes principales, reflejando el dinamismo que, durante el pasado año, mostraron algunas ramas de actividad integradas verticalmente (p. e., el sector del automóvil)⁶. En cambio, el notable repunte que registraron las importaciones de bienes de consumo duradero y las de bienes de equipo se corresponde con la mayor pujanza que estos componentes han mostrado dentro de la demanda final (véase gráfico 6).

En todo caso, en la fase cíclica actual, el gasto se está orientando hacia rúbricas con un elevado contenido importador, lo que sugiere que los efectos de los cambios en la composición de la demanda están contribuyendo positivamente al reciente avance de las importaciones. El repunte de las importaciones de bienes de equipo (un 18,7 % interanual en el conjunto de 2014), que está ligado a la recuperación de la inversión y al mencionado avance de las exportaciones, refleja la dependencia de nuestro tejido industrial de insumos productivos importados de mayor valor añadido. También cabe destacar, en este sentido, el crecimiento vigoroso de las importaciones de bienes de consumo duradero (un 20 % interanual en términos reales), que podría reflejar una cierta sobre-reacción ligada a la fuerte caída acumulada en el consumo de

estos desde el inicio de la crisis (un -6,2% en el período 2008-2013, frente al -1,9 % del gasto total). En cuanto a las importaciones de bienes de consumo no duradero, a medida que se ha ido consolidando la recuperación se ha observado una mayor coincidencia entre las compras al exterior observadas y las predichas por el modelo, por lo que sigue sin detectarse un efecto sustitución relevante entre producción nacional e importaciones.

Como conclusión, la mejoría de la posición cíclica de la economía española, junto con la materialización de decisiones de compra pospuestas durante el período de crisis, habría tenido un impacto significativo en el saldo exterior en 2014, al haber impulsado un fuerte avance de las importaciones. Por el contrario, el abaratamiento del precio del petróleo, la evolución de la competitividad o la expansión de la base exportadora y su diversificación geográfica contrarrestaron, en parte, el impacto negativo del ciclo. En el futuro, mientras que el ciclo económico continuará apoyando el avance de las importaciones, el impacto de la demanda embalsada se irá amortiguando con el tiempo. Por otro lado, si bien del análisis realizado no se detecta la existencia de efectos sustitución significativos en el total de las importaciones, cabría esperar que las ganancias de competitividad derivadas del proceso de devaluación interna en el que está inmersa la economía española, junto con los cambios en la estructura productiva, favorezcan, en el medio plazo, una reducción de la dependencia importadora⁷.

5 Las importaciones energéticas disminuyeron, en términos nominales, ante el descenso del precio del petróleo.

6 Véase recuadro 5, "La evolución reciente de las importaciones y sus determinantes", en «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril de 2014.

7 Véase capítulo 3, «Crecimiento y reasignación de recursos de la economía española», *Informe Anual, 2014*, Banco de España.

