

PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR

Luis M. Linde

La economía española mantuvo un elevado ritmo de crecimiento en 2016, superando las expectativas vigentes antes de que se iniciara el año. El PIB creció, por segundo año consecutivo, un 3,2 %, superando, como en 2015, la tasa observada en el conjunto del área del euro en alrededor de 1,5 puntos porcentuales (pp). Esta evolución se ha producido, además, en un contexto de mantenimiento de un superávit exterior, a pesar del diferencial positivo de crecimiento frente al conjunto de socios comerciales. El balance en términos de generación de puestos de trabajo es también favorable. Sin embargo, mientras que se espera que a lo largo del trimestre en curso se recupere el nivel de PIB previo a la crisis, el empleo es todavía casi un 12 % inferior.

La prolongación de la fase expansiva ha permitido que hayan continuado registrándose avances en la corrección de los desequilibrios de la economía española, que han sido particularmente visibles en términos de la mejora en el grado de competitividad en los últimos años, la notable reducción del volumen de deudas de hogares y empresas no financieras o la progresiva normalización y recuperación del sector inmobiliario. Aunque —como apuntan las proyecciones del Banco de España— las perspectivas son favorables, en los últimos trimestres han ido concretándose una serie de riesgos, fundamentalmente provenientes del entorno exterior, cuya interacción con los elementos de fragilidad que todavía subsisten podría afectar negativamente a la evolución de la economía.

En el capítulo 1 de este Informe se discuten los factores que están impulsando el crecimiento de la economía española y se describen tanto los focos de vulnerabilidad ante los distintos riesgos existentes como los retos estructurales de medio y largo plazo.

El crecimiento de la economía global volvió a ser modesto en 2016, observándose, no obstante, alguna mejora a lo largo del año. El ritmo de expansión de los flujos de comercio internacional fue moderado, lo que, en parte, podría estar reflejando una reversión de las cadenas globales de valor y quizá, también, el efecto de un repunte de las tendencias proteccionistas. En las economías avanzadas, el ritmo relativamente reducido de expansión de la actividad contribuyó al mantenimiento de políticas monetarias expansivas. Entre las economías emergentes, las recesiones experimentadas por algunos países productores de materias primas, como consecuencia de las caídas de la cotización de estos bienes, tendieron a aliviarse a lo largo del año a medida que repuntaban estos precios. Los mercados financieros mundiales se vieron sometidos a algunos episodios de turbulencia de corta duración. Uno de estos episodios se produjo al inicio de 2016, cuando comenzaron a surgir dudas sobre la posibilidad de que las autoridades chinas se vieran desbordadas por el objetivo simultáneo de evitar una desaceleración significativa de la actividad y de contener el endeudamiento. Posteriormente, los resultados inesperados de los procesos electorales en el Reino Unido y en Estados Unidos dieron paso a períodos de cierta volatilidad en los mercados de capitales.

En el área del euro, como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, a mediados de 2013, el crecimiento del PIB continuó siendo modesto, con el trasfondo de un contexto exterior relativamente desfavorable y de la prevalencia de niveles elevados de incertidumbre. La inflación tendió a repuntar como consecuencia de la aceleración de los precios energéticos, si bien el componente subyacente no ha proporcionado indicios de reactivación hasta la fecha. La ausencia de señales de que la inflación pueda aproximarse

a la cota del 2 % de forma sostenida en el medio plazo condujo a una relajación adicional de la política monetaria, que incluyó nuevas reducciones en los tipos de interés oficiales y sucesivos ajustes en el programa de compra de activos, entre los que cabe destacar su ampliación hasta diciembre de este año y su extensión a los títulos de deuda de calidad crediticia alta emitidos por las sociedades no financieras que operan en la UEM.

En España, la recuperación siguió apoyándose en una combinación de factores. Por un lado, el tono expansivo de la política fiscal y de la política monetaria común, junto con la caída que los precios de las materias primas registraron hasta el inicio de 2016, ha amplificado, en mayor medida que en el resto del área del euro, el ritmo de la recuperación de nuestra economía. Por otro lado, el impacto de las reformas acometidas en los últimos años sobre la competitividad, junto con el proceso de desapalancamiento de los agentes privados —aspecto que se cubre en detalle en el capítulo 2 de este Informe, para el caso de las sociedades no financieras—, ha sentado las bases para un crecimiento más equilibrado y sostenido.

Las perspectivas de continuación de la fase de expansión cíclica de la economía son favorables, como consecuencia de los efectos previsiblemente persistentes de la corrección de los desequilibrios de la economía española, junto con un elemento más coyuntural, como es la mayor pujanza de la actividad mundial proyectada para los dos próximos años. No obstante, se espera que la adopción de un tono restrictivo por parte de la política fiscal, necesario para culminar el proceso de consolidación presupuestaria, y el impacto de la subida reciente del precio del petróleo sobre las rentas reales de familias y empresas resulten en una cierta moderación del ritmo de crecimiento de la economía.

Este panorama positivo está sometido, no obstante, a diversos riesgos. En el ámbito exterior, existen varios focos de incertidumbre. Por un lado, la transición de la economía china desde un modelo basado en la exportación, la inversión y la industria hacia otro, más sostenible a largo plazo, basado en el consumo y los servicios es un proceso deseable que, sin embargo, comporta riesgos significativos, particularmente en el contexto actual de sobreendeudamiento privado. Por otra parte, un posible sesgo expansivo de la política fiscal en Estados Unidos podría tensionar las condiciones financieras tanto en ese país como a escala global. Un elemento de especial riesgo para la economía global es la posibilidad de que las autoridades de diversos países, con un peso elevado en el comercio mundial, adopten un sesgo más proclive a la adopción de medidas proteccionistas. Esto resultaría particularmente adverso para una economía como la española, cuya orientación hacia el sector exterior se ha intensificado notablemente desde la crisis. Además, cabe esperar que nuestra economía se vea afectada de manera directa por la forma que, finalmente, adopten las relaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea, dado su elevado grado de exposición a la británica en algunas parcelas, tales como las exportaciones de servicios turísticos y no turísticos o el sector financiero.

En segundo lugar, los niveles de endeudamiento de los agentes siguen siendo elevados, a pesar del intenso proceso de desapalancamiento llevado a cabo en los últimos años, lo que introduce un elemento de vulnerabilidad ante un hipotético tensionamiento futuro de las condiciones de financiación. En este sentido, conviene subrayar que, a pesar de la consecución de una capacidad neta de financiación para el conjunto de la nación, la dependencia del ahorro exterior continúa siendo muy elevada, según se analiza en profundidad en el capítulo 3 del Informe.

En los últimos años, los tipos de interés se han reducido sustancialmente, hasta alcanzar niveles históricamente bajos, lo que ha contribuido a impulsar las rentas de los distintos

agentes. El inicio de la normalización de las condiciones de financiación tendría, lógicamente, el sentido opuesto. Sin embargo, el grado de vulnerabilidad de los distintos agentes ante esta eventualidad no es el mismo, pues también ha sido distinta la evolución de su endeudamiento. En particular, la ratio de deuda pública ha alcanzado un nivel muy elevado, cercano al 100% del PIB, tras aumentar en más de 60 pp desde el inicio de la crisis. Esta situación subraya la necesidad de trazar un plan de consolidación presupuestaria a medio plazo, en un contexto en el que, por segundo año consecutivo, en 2016, la política fiscal adoptó un sesgo expansivo. Al mismo tiempo, no debe descuidarse la composición del necesario ajuste presupuestario, de modo que la combinación de gastos e ingresos favorezca la contribución de la política fiscal al crecimiento potencial de la economía.

Por lo que respecta a los agentes privados, los progresos en el proceso de desendeudamiento han sido muy significativos. Sin embargo, los niveles de deuda en relación con las rentas y, por tanto, la carga financiera siguen siendo muy elevados entre algunos grupos de agentes, que, dentro de las sociedades no financieras, incluyen las dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, desde el punto de vista sectorial, y las más pequeñas, desde la óptica de la dimensión, y, dentro de las familias, se concentran entre los hogares con niveles de renta más bajos.

Además, un hipotético encarecimiento de la financiación no se trasladaría por igual a todos los agentes de la economía. El impacto de una subida de los tipos de interés podría ser rápido, pero relativamente modesto, en el caso de los hogares y las sociedades no financieras, si, como sucedió en los últimos meses del año pasado, dicha subida se concentra sobre todo en los plazos más largos de la curva de tipos, en un contexto de predominio del endeudamiento a corto plazo o a tipos de interés variables entre estos agentes. Por el contrario, en el caso de las Administraciones Públicas, dado el elevado peso del endeudamiento a largo plazo, cabe esperar que la traslación a las nuevas operaciones de financiación sea más intensa, pero también más lenta en términos del coste agregado.

Un tercer elemento de vulnerabilidad de la economía española viene dado por la rentabilidad relativamente reducida de las entidades financieras, rasgo compartido con sus homólogas de otros países del área del euro. La disminución de los volúmenes de activos improductivos dentro de las carteras de las entidades ha tenido un impacto favorable sobre la rentabilidad, que, no obstante, se ha visto mitigado por la compresión de los márgenes de intermediación, en un contexto en el que el repunte de la actividad crediticia es todavía moderado.

Por último, la producción final de la economía española presenta una mayor dependencia del petróleo importado que otros países de nuestro entorno, al tiempo que las oscilaciones del precio de esta materia prima tienen un impacto superior sobre la tasa de variación de los precios de consumo. Esta última circunstancia alerta de la necesidad de evitar una traslación generalizada de las recientes alzas del precio del petróleo a los precios de otros bienes y a los salarios, dado el efecto negativo que generaría sobre la competitividad exterior de la economía.

Más allá de estos riesgos, el eje central de las prioridades de la política económica a más largo plazo debe venir dado por la necesidad de abordar los efectos de una serie de factores que limitan el crecimiento, entre los que destacan el elevado desempleo estructural, el envejecimiento de la población y el reducido nivel de productividad.

En primer lugar, existen colectivos poblacionales amplios, tales como aquellos con un nivel de formación más reducido, que, por su dilatada permanencia en la situación de desempleo,

no pueden verse beneficiados directamente por la recuperación económica. Un objetivo prioritario ha de ser, por tanto, favorecer la empleabilidad de los parados de larga duración, evitando su pérdida de cualificaciones, para lo que las políticas de formación deben desempeñar un papel fundamental. Además, los programas de bonificaciones a la contratación pueden resultar eficaces para favorecer el retorno a la situación de empleo de estas personas, siempre y cuando prime el carácter necesariamente acotado de su población objetivo e incorporen mecanismos adecuados de seguimiento y evaluación de los resultados.

En segundo lugar, el envejecimiento de la población supone una limitación al crecimiento potencial de la economía, que, entre otras vías, discurre principalmente a través de la menor disponibilidad de capital humano. Adicionalmente, esta evolución demográfica presiona al alza al gasto público en algunos capítulos, que incluyen la sanidad y, sobre todo, las pensiones. En este último ámbito, las reformas introducidas en años recientes permiten contener el efecto sobre el gasto del incremento de la tasa de dependencia, aunque a cambio de una disminución del importe de la pensión media con respecto al del salario medio. Las tareas pendientes para el futuro en este ámbito consisten, por tanto, en determinar la relación deseada entre salarios y pensiones, y las vías para garantizar la suficiencia de ingresos del sistema.

En tercer lugar, el escaso dinamismo de la productividad provoca que las tasas de crecimiento potencial proyectadas sean también relativamente reducidas, incluso cuando se consideran en términos per cápita. La elevación del crecimiento a largo plazo requiere medidas en ámbitos muy diversos, con el objetivo de facilitar la reasignación de recursos hacia las empresas más productivas. En el ámbito regulatorio, se requiere la revisión de aquellos elementos que dificultan la entrada en el mercado de nuevas empresas o que limitan su crecimiento. Además, sería preciso combatir las restricciones regulatorias en algunas ramas, pertenecientes en particular al sector servicios, mejorar la eficiencia de los procedimientos judiciales o reducir la excesiva dualidad del mercado laboral actual, dados los efectos negativos que esta tiene sobre la productividad de los trabajadores. Finalmente, la evidencia disponible apunta a la existencia de un amplio margen de mejora en la calidad del sistema educativo y de fomento de la acumulación de capital tecnológico.

Por último, la evolución de la economía española en el medio y largo plazo se verá condicionada por los desarrollos en la UE y en la UEM. En el ámbito de las políticas económicas, una mejora de las perspectivas a medio plazo, que nos aleje de un escenario de bajo crecimiento, requiere que el estímulo extraordinario que la política monetaria está proporcionando en la actualidad se vea apoyado por políticas nacionales que, en la esfera fiscal, aprovechen el margen de actuación disponible teniendo en cuenta las normas de disciplina presupuestaria vigentes, y, en el terreno de las políticas estructurales, fomenten el crecimiento de la productividad.

Además, el auge de las tendencias favorables a la introducción de mayores restricciones a los movimientos de personas, bienes y servicios debería servir de catalizador para que tanto la propia UE como el área del euro busquen vías para avanzar en su grado de integración. En el caso de la UEM, constituye una prioridad la profundización en la integración financiera a través de la culminación de la Unión Bancaria y los avances en la Unión de Mercados de Capitales. Más allá del ámbito financiero, el objetivo es la consecución de una verdadera Unión Económica, que abarque las políticas económicas distintas de la monetaria y que incluya mecanismos comunes de estabilización, como los que se discuten en el capítulo 4 de este Informe.