

1

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL ENTORNO GLOBAL INCIERTO

Evolución reciente, perspectivas y retos

1 Introducción

La expansión de la economía española se prolongó, por quinto año consecutivo, a lo largo de 2018. El crecimiento del producto interior bruto (PIB) —del 2,6 %— fue dos décimas mayor de lo esperado al comienzo del año y supuso una desaceleración de cuatro décimas con respecto a 2017. Como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, la expansión de la actividad fue intensiva en creación de empleo, lo que permitió que la tasa de paro se redujera hasta el 14,4 % de la población activa.

Desde el punto de vista de la composición del crecimiento, destaca la caída en la aportación del sector exterior. La moderación del ritmo de expansión de la actividad tuvo su origen en la demanda neta procedente del resto del mundo, que detrajo tres décimas al crecimiento del PIB. Las exportaciones experimentaron una notable pérdida de dinamismo, lastradas principalmente por la evolución negativa de los mercados de destino, que experimentaron una ralentización significativa, en relación con 2017.

El comportamiento desfavorable de los mercados exteriores fue el resultado de la superposición de numerosos factores. El endurecimiento de las condiciones financieras globales como consecuencia de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos (interrumpida, no obstante, al inicio de 2019), las tensiones comerciales internacionales, las dificultades para reconciliar el doble objetivo de la política económica china de reconducir su elevado endeudamiento y sostener el ritmo de avance de la actividad, o las incertidumbres acerca del desenlace del *brexit*, entre otros factores, hicieron mella sobre la evolución de la economía mundial.

El área del euro, en particular, sufrió una desaceleración significativa desde el inicio de 2018. Frente a las previsiones que, a comienzos del año, apuntaban a la prolongación del elevado ritmo de crecimiento de 2017, se fueron sucediendo las sorpresas negativas, que, en parte, respondían a causas transitorias y, en otra parte, a factores con un mayor grado de persistencia, como el propio empeoramiento del contexto exterior de la Unión Económica y Monetaria (UEM), ante el cual esta área económica es particularmente sensible. Este contexto económico desfavorable propició la adopción, en marzo de 2019, de diversas medidas de política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE), con el fin de asegurar que la inflación tienda de forma sostenida al objetivo de estabilidad de precios.

En contraposición al comportamiento desfavorable del sector exterior, la demanda interna mantuvo en España un elevado dinamismo. Frente a la ralentización de la economía de la UEM, la actividad mostró una pauta más dinámica en España. En

un contexto de similar debilidad de las exportaciones en uno y otro caso, este distinto comportamiento se correspondió con la evolución más expansiva del gasto de los hogares, las empresas y el sector público en España. En particular, el consumo privado mostró una notable fortaleza, superior a la de las rentas de las familias, lo que dio lugar a un nuevo descenso de la tasa de ahorro hasta el nivel más reducido de su serie histórica. Este desarrollo, junto con los elevados crecimientos registrados por el crédito al consumo, sugiere que algunos hogares podrían estar basando sus planes de gasto sobre expectativas excesivamente optimistas acerca de sus rentas futuras. Además, la política fiscal contribuyó también a alentar el crecimiento de la demanda interna, con un tono más expansivo de lo que se esperaba antes del inicio del año.

Desde una perspectiva temporal más amplia, la recuperación se está caracterizando por crecimientos elevados de la actividad y del empleo. La expansión en España, una de las más intensas de entre los países desarrollados, se explica por un conjunto de factores que incluyen los efectos de los ajustes y reformas puestos en marcha en la primera mitad de esta década, la contribución de las políticas de demanda —fiscal y monetaria— y, especialmente, en sus estadios iniciales, también algunas perturbaciones favorables, de carácter temporal (*vientos de cola*). En particular, la mejora competitiva y la internacionalización del tejido empresarial han favorecido las exportaciones, lo que a su vez ha alimentado la fortaleza de la inversión y del empleo, y, a través de este último, la del consumo.

De cara al futuro, la economía española cuenta con ciertos elementos de soporte sobre los que puede seguir asentándose la actual fase de expansión. Los avances en la corrección de los desequilibrios macrofinancieros desde la crisis han sido sustanciales. Por un lado, la posición competitiva de la economía, en términos de la evolución de los costes relativos frente a los países con los que se comercia, es favorable. Por otro, el desapalancamiento de familias y de empresas se encuentra muy avanzado y los balances de las instituciones financieras se han fortalecido tras la reestructuración y la recapitalización del sector, procesos que la propia recuperación económica ha favorecido.

Sin embargo, las vulnerabilidades de la economía, entre las que destaca el elevado endeudamiento público, siguen siendo notables. En los últimos años, el déficit presupuestario se ha reducido por el efecto del ciclo económico y la disminución del gasto por intereses de la deuda, pero no por la adopción de medidas estructurales de reducción del déficit. Por ello, dados los elevados niveles de la deuda pública y del déficit estructural, es urgente acometer un proceso de consolidación presupuestaria para dotar a la política fiscal de un mayor margen de actuación ante eventuales perturbaciones futuras.

A pesar de la notable corrección acumulada hasta la fecha, la posición neta deudora de inversión internacional sigue siendo muy elevada. El empeoramiento de las exportaciones y el encarecimiento del crudo se tradujeron en 2018 en una

disminución del superávit exterior. No obstante, frente a estos elementos predominantemente coyunturales, el ajuste del saldo por cuenta corriente tiene un componente estructural importante, asociado a las mejoras acumuladas de competitividad y al aumento de la diversificación geográfica de las exportaciones y del número de empresas que venden sus productos regularmente al resto del mundo. En 2018, los costes laborales unitarios (CLU) volvieron a crecer algo menos que los del área del euro, lo que permitió que se registrara una pequeña ganancia de competitividad adicional frente al resto de la UEM. Para continuar reduciendo el endeudamiento frente al resto del mundo es necesaria la consecución de superávits exteriores de manera sostenida, lo que a su vez demanda el mantenimiento de las ganancias de competitividad, que a lo largo de la recuperación se han basado en la moderación de los costes laborales y financieros y que, en adelante, deberían depender en mayor medida de los aumentos de la productividad.

Uno de los principales retos actuales en la mayoría de las economías avanzadas, incluida la española, es asegurar que el conjunto de la sociedad se beneficie de la recuperación. El proceso de generación de empleo ha permitido que la renta per cápita haya aumentado más de un 14 % desde el inicio de la recuperación, hasta un nivel algo superior al previo a la crisis. Sin embargo, la ampliación de la brecha en términos de renta per cápita frente al conjunto del área del euro durante la crisis [de 16 puntos porcentuales (pp) en 2007 hasta 26 pp en 2014] apenas se ha corregido en la recuperación (24 pp en 2018). Por otro lado, la crisis comportó un aumento de los principales indicadores de desigualdad. En este sentido, aunque la creación de puestos de trabajo ha tenido un impacto positivo y significativo en cuanto a la reducción de algunas medidas de dispersión de renta, dichos indicadores presentan todavía un nivel más elevado que en otras economías de nuestro entorno¹.

Una de las principales vías para profundizar en la mejora de los niveles de vida y de la equidad es la consecución de aumentos adicionales del empleo. El desarrollo de políticas que ayuden a reducir la vulnerabilidad de la economía y, por tanto, a prolongar la expansión constituye el modo más obvio de evitar que el proceso de creación de puestos de trabajo se interrumpa. Con este mismo objetivo, resultaría conveniente mantener aquellos elementos del actual marco jurídico del mercado laboral que se han mostrado más eficaces para facilitar que los ajustes ante perturbaciones adversas se concentren en mayor medida en los costes laborales y, por consiguiente, tengan una menor incidencia negativa sobre el empleo. Adicionalmente, las políticas económicas deben orientarse a favorecer la empleabilidad de los grupos poblacionales en situación más desventajosa y a promover una mejora en la calidad del empleo. Además, resulta necesario reducir, en la medida de lo posible, el alto grado de disparidad en cuanto al nivel de protección contractual de los trabajadores con contratos fijos en relación con los

¹ Véase Comisión Europea (2018).

empleados temporales, sin introducir elementos que desincentiven la contratación indefinida.

Aumentar de manera persistente el bienestar general de los ciudadanos requiere elevar el ritmo de crecimiento de la productividad. Cuanto mayor sea este, mayores serán las posibilidades de incrementar los niveles salariales y la calidad de los empleos creados, y también los recursos disponibles para la financiación de políticas públicas. En la etapa transcurrida de la recuperación, el aumento de la renta per cápita ha sido el resultado del incremento de la cifra de ocupados, mientras que la contribución de los avances de la productividad aparente del trabajo ha sido muy reducida. Ello obedece a una multiplicidad de factores institucionales, regulatorios y estructurales que las políticas públicas deben aspirar a corregir. Estos incluyen ciertas deficiencias del sistema educativo, un escaso grado de generación y difusión de los avances tecnológicos, la existencia de elementos regulatorios que frenan la competencia o la calidad mejorable de la gestión empresarial².

La política fiscal puede realizar una contribución a la mejora del bienestar de largo plazo, a través de la consolidación presupuestaria, y de la calidad de las finanzas públicas. En este último ámbito, la redefinición de la cesta de impuestos y la reorientación del gasto hacia partidas como educación, I+D o políticas activas del mercado de trabajo permitirían extender los beneficios de la recuperación y fomentar el crecimiento a largo plazo.

Una de las dimensiones clave del concepto de equidad es la intergeneracional. El envejecimiento poblacional tendrá consecuencias muy profundas sobre las finanzas públicas, en particular para el sistema de pensiones, lo que requerirá la adopción de medidas de calado. En todo caso, la necesaria reforma del sistema público de pensiones debe asegurar que la financiación de las pensiones de una generación no se haga a expensas de la imposición de una carga excesiva sobre otras.

En 2018 prosiguió el reforzamiento de la situación financiera del sistema bancario, con una mejora significativa de la calidad de la cartera de activos. Estos avances se apoyaron en el impacto positivo de la expansión cíclica sobre la capacidad de pago de los prestatarios y sobre la valoración de los activos, lo que, a su vez, contribuyó a que se intensificara el proceso de reducción de los activos dañados en los balances bancarios. Todo ello redundó en una mejora de la rentabilidad del sector.

No obstante, la magnitud de los retos a los que siguen enfrentándose las entidades de crédito es todavía considerable. El sector bancario debe proseguir sus esfuerzos para reducir sus volúmenes de activos problemáticos y racionalizar

² Estos dos últimos aspectos fueron objeto de tratamiento detallado en Banco de España (2016b).

sus gastos de explotación, de modo que la rentabilidad de la actividad bancaria siga recuperando terreno frente a los costes del capital, cuyos niveles, además, deben reforzarse de cara a fortalecer la robustez de las entidades ante hipotéticas perturbaciones adversas. Adicionalmente, las entidades deberán adaptarse a la nueva estructura sectorial que se está gestando, en la que participan nuevos competidores, y pugnar por una mejora de su reputación, dañada en algunos aspectos tras la crisis.

2 La desaceleración económica global

2.1 Un entorno exterior más débil y heterogéneo, con notables riesgos a la baja

La economía mundial se desaceleró en 2018, en un entorno de crecientes tensiones comerciales y de endurecimiento de las condiciones financieras.

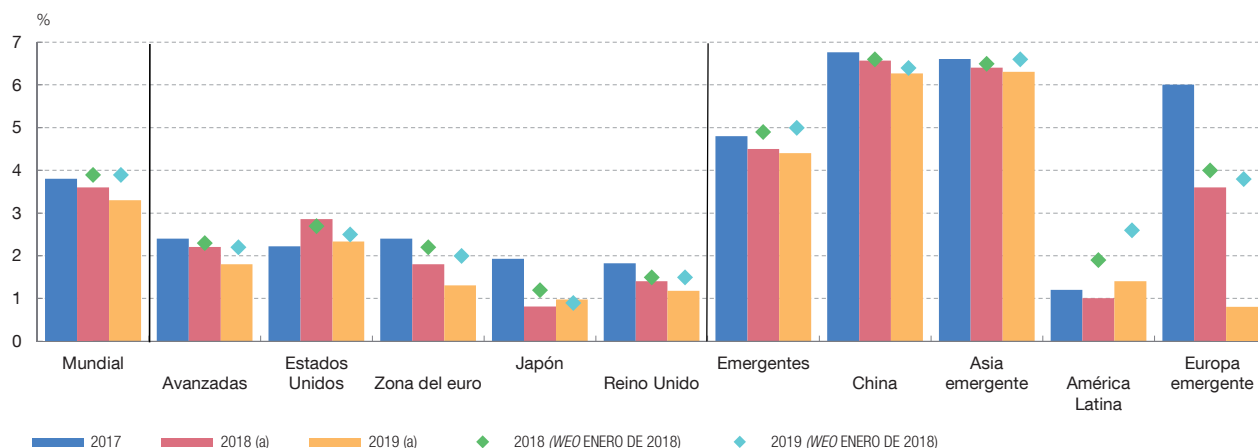
El PIB mundial creció un 3,6 %, tasa algo inferior a la esperada al inicio del año y dos décimas menor que la de 2017, con un perfil de desaceleración que se acentuó en los meses finales del ejercicio. En comparación con el año anterior, la evolución del producto ofreció divergencias más marcadas por áreas geográficas (véase gráfico 1.1). Entre las economías avanzadas, la actividad se mantuvo robusta en Estados Unidos, apoyada en la expansión fiscal y en la solidez de la demanda privada, mientras que en otras áreas el crecimiento del PIB acusó una creciente debilidad. Esto fue consecuencia, en parte, de factores idiosincrásicos, que en Europa estuvieron ligados a los nuevos estándares de emisiones contaminantes de los automóviles (lo que afectó sobre todo a Alemania) y a las incertidumbres relacionadas con la política económica en Italia y con las negociaciones del *brexít*, y en Japón, a algunos eventos naturales desfavorables. Entre las economías emergentes, hubo diferencias notables por regiones. En Asia se mantuvieron tasas de crecimiento boyante, aunque con síntomas de desaceleración, especialmente en China, mientras que la actividad mostró un menor dinamismo en América Latina y en Europa del Este, y sobre todo en las economías más afectadas por el episodio de tensiones financieras del comienzo del verano.

Los intercambios internacionales de bienes y de servicios, que se habían recuperado intensamente en 2017, se ralentizaron de modo significativo en 2018. Así, tras haber repuntado hasta tasas del 5,4 % el año anterior, el comercio mundial avanzó un 3,8 % en 2018. Esta desaceleración obedeció a la pérdida de empuje de la actividad (en particular, de la inversión) y a las crecientes tensiones comerciales, principalmente entre Estados Unidos y China, factores interrelacionados entre sí (véase gráfico 1.2).

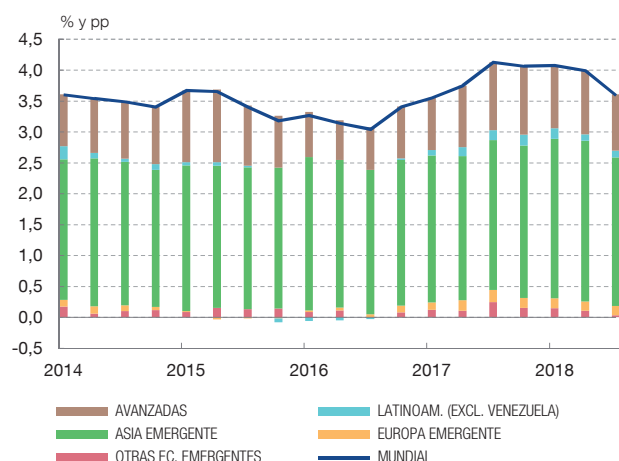
LA ECONOMÍA MUNDIAL SE DESACELERÓ EN 2018, CON DIVERGENCIA POR ÁREAS

La economía mundial creció un 3,6 % en 2018, menos de lo esperado, en un contexto de importantes tensiones comerciales y endurecimiento de las condiciones financieras. Además, a diferencia del año anterior, la evolución de la actividad fue más desigual, más dinámica en Estados Unidos que en otras economías avanzadas y con una importante desaceleración en las economías emergentes más afectadas por las tensiones financieras, lo que contrasta con la moderación gradual en China.

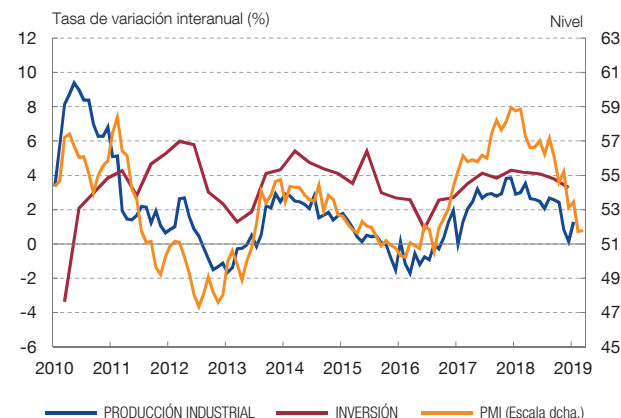
1 CRECIMIENTO DEL PIB



2 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



3 INVERSIÓN, PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y PMI EN ECONOMÍAS AVANZADAS



FUENTES: FMI (WEO abril de 2019 y WEO enero de 2018) y estadísticas nacionales.

a Previsión WEO abril de 2019.

DESCARGAR

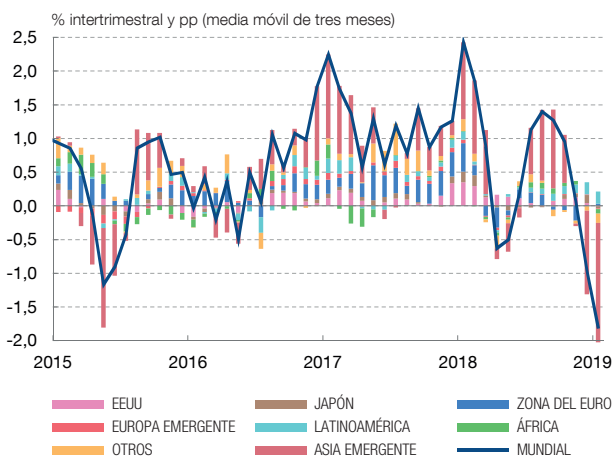


Durante 2018, el conflicto comercial se desarrolló en distintas fases. En primavera, entraron en vigor aumentos de los aranceles estadounidenses sobre distintos productos (principalmente, importaciones provenientes de China), con las correspondientes represalias de los países afectados. Además, el Gobierno de Estados Unidos amagó con extender e intensificar las subidas arancelarias (incluyendo, en particular, las importaciones de vehículos, que constituyen una parte importante del comercio bilateral con Europa). Esta amenaza provocó una recuperación transitoria de los intercambios comerciales en los meses centrales del año, en anticipación de un posible encarecimiento futuro de los productos.

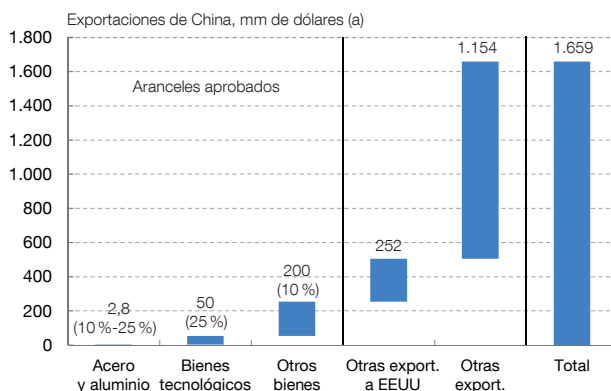
LAS TENSIONES COMERCIALES PESARON SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL

El comercio mundial se moderó en 2018 y creció alrededor de un 4 %, frente al 5,3 % de 2017, lastrado por los efectos de las tensiones comerciales, especialmente entre Estados Unidos y China. Durante el año, la Administración estadounidense adoptó distintas medidas arancelarias, con represalias por parte de los países afectados. A expensas de la posible resolución de los conflictos a través de las negociaciones en marcha, la proliferación de medidas proteccionistas es una de las mayores amenazas para la economía mundial.

1 CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL. CONTRIBUCIÓN POR ÁREAS



2 MEDIDAS ARANCELARIAS DE ESTADOS UNIDOS A CHINA



FUENTES: CPB, PIIE, US Census y FMI Dots.

a Los porcentajes entre paréntesis hacen referencia a los tipos arancelarios aprobados.



En el segundo semestre se produjeron algunos desarrollos positivos en el ámbito de las relaciones comerciales. Entre ellos destacan la firma entre Estados Unidos, México y Canadá del acuerdo que reemplaza al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés) —aún pendiente de ratificación parlamentaria—, la apertura de negociaciones para un pacto entre Estados Unidos y la Unión Europea (UE), o la tregua temporal entre Estados Unidos y China para resolver sus disputas. No obstante, los principales puntos de conflicto todavía no se han resuelto. En estas circunstancias, tras el repunte del verano, el comercio internacional terminó 2018 en tasas negativas (véase gráfico 1.2). Por el momento, se estima que la repercusión directa sobre la actividad global de las medidas arancelarias adoptadas hasta ahora había sido relativamente limitada, si bien habrían comenzado a observarse efectos adicionales a través de su impacto adverso sobre la confianza.

En el futuro próximo, una eventual proliferación de las acciones proteccionistas, que afectase a la confianza y a las condiciones financieras, podría acabar teniendo un impacto severo sobre el PIB mundial. Según las simulaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el impacto sobre la actividad de las medidas arancelarias en vigor sería limitado, pero su intensificación elevaría significativamente el efecto negativo sobre la actividad. Si a ello se le suman la posible pérdida de confianza (que afectaría a la inversión empresarial) y un eventual endurecimiento de las condiciones financieras, los costes para la economía mundial

en el horizonte de 2020 serían mucho más cuantiosos, del orden de un 0,8 % del PIB global respecto al escenario base³.

En Estados Unidos, la prolongación en 2018 de la fase alcista del ciclo se apoyó en la expansión fiscal. El PIB creció un 2,9 %, siete décimas más que el año anterior, pero con una composición menos equilibrada. La reforma impositiva aprobada en 2017 y la fuerte creación de empleo dieron soporte al consumo privado, mientras que la inversión y las exportaciones experimentaron una fuerte desaceleración en la segunda mitad del año. El estímulo fiscal tendría todavía un impacto positivo sobre el crecimiento en 2019, pero, a medida que este impulso se desvanezca, la actividad tenderá a ralentizarse hacia tasas de crecimiento más cercanas al 2 %⁴.

En China, el PIB se moderó ligeramente en el promedio de 2018, si bien los indicadores de alta frecuencia mostraron una desaceleración más acusada conforme transcurría el año. La economía china creció un 6,6 % en el promedio anual, dos décimas menos que en 2017. Este enfriamiento se debió a las tensiones comerciales y a las medidas adoptadas previamente por las autoridades para mitigar los riesgos derivados del elevado endeudamiento empresarial, que incluyeron un endurecimiento de la regulación financiera aplicada a la banca en la sombra y restricciones a las inversiones de los Gobiernos locales. No obstante, en respuesta a los síntomas de desaceleración, las autoridades adoptaron una serie de medidas con el fin de evitar un debilitamiento más pronunciado⁵. En el ámbito monetario, el banco central redujo los coeficientes de reservas, inyectó liquidez en el sistema bancario e introdujo facilidades de préstamo para impulsar el crédito al sector privado. En el frente fiscal, se incrementó la emisión de deuda de los Gobiernos locales para la inversión en infraestructuras y se aprobaron recortes impositivos a empresas y a hogares.

En esta tesitura, China se enfrenta a un dilema. Sus autoridades deben elegir entre, por un lado, estabilizar la actividad económica a corto plazo, con el coste de agravar los desequilibrios macrofinancieros y de aumentar el riesgo de una corrección brusca del producto más adelante, y, por otro, mantener los ajustes, dejando a cambio que la ralentización se intensifique. Dada la relevancia de China para la economía mundial, una desaceleración intensa tendría consecuencias globales importantes, a través de diversos canales —comercial, financiero y de los precios de las materias primas—, como se analiza en el recuadro 1.1⁶.

3 Véanse Fondo Monetario Internacional (2018) y Banco de España (2018b).

4 Véase Banco de España (2108I).

5 Véase Banco de España (2018n).

6 Véanse Banco de España (2016g) y Dieppe, Gilhooly, Han, Korhonen y Lodge (2018).

Las restantes economías emergentes también se vieron sometidas al impacto de las disputas comerciales y al endurecimiento de las condiciones financieras globales. Tras una evolución muy favorable en 2017 y en el primer trimestre de 2018, las economías emergentes comenzaron a experimentar los efectos del tensionamiento de las condiciones financieras internacionales y del conflicto comercial entre China y Estados Unidos. No obstante, estos factores tuvieron un impacto económico y financiero diferenciado por países, en función de las circunstancias específicas de cada uno de ellos (en concreto, de su integración en el comercio global y, sobre todo, de sus vulnerabilidades macrofinancieras⁷). En particular, la reacción adversa de los mercados afectó especialmente a aquellas economías con mayores desequilibrios exteriores y necesidades de financiación en moneda extranjera, como Argentina y Turquía, cuyas autoridades tuvieron que adoptar medidas de ajuste para estabilizar sus economías (véase gráfico 1.3).

En el caso de Argentina, las medidas de ajuste se concretaron a través de un acuerdo con el FMI firmado en junio de 2018. Con el fin de corregir los importantes desequilibrios acumulados en la década anterior, el Gobierno que llegó al poder a finales de 2015 optó inicialmente por llevar a cabo una consolidación fiscal gradual, al tiempo que el banco central asumía unos objetivos ambiciosos de reducción de la inflación. Sin embargo, tras la elevación del objetivo de inflación de diciembre de 2017, que el banco central anunció de forma inesperada, la falta de progreso en este frente durante 2018, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y una fuerte sequía pusieron a Argentina en el foco de los mercados, lo que le impidió seguir financiando ese proceso de corrección gradual, por lo que el Gobierno decidió solicitar la asistencia financiera del FMI por un montante que ascendería a 50 mm de dólares⁸. El acuerdo con el Fondo incluía la aplicación de un intenso ajuste fiscal y monetario, necesario para devolver la economía a una senda de crecimiento estable. En contrapartida, las medidas de ajuste han tenido, a corto plazo, un impacto adverso sobre la actividad, que, junto con la meteorología desfavorable, ha conducido a una recesión.

En Turquía, la necesidad de las medidas correctivas fue consecuencia del sobrecalentamiento de la economía y de una fuerte dependencia de la financiación exterior. Esta situación había sido el resultado de varios años de aplicación de políticas fiscales y monetarias laxas y de adopción de medidas de estímulo del crédito. Además, la dependencia de la financiación externa (con una elevada deuda privada denominada en moneda extranjera) y el reducido nivel de las reservas internacionales, junto con el creciente intervencionismo del Gobierno, llevaron a un notable deterioro de los mercados financieros turcos y a una fuerte depreciación del tipo de cambio. Ello obligó a las autoridades, a partir del verano, a adoptar políticas monetarias y fiscales restrictivas para tratar de estabilizar la situación, dando lugar a una intensa desaceleración de la actividad⁹.

7 Véanse Banco de España (2018m y 2018g).

8 Véase Serra, Timini, Estefanía y Martínez Casillas (2018).

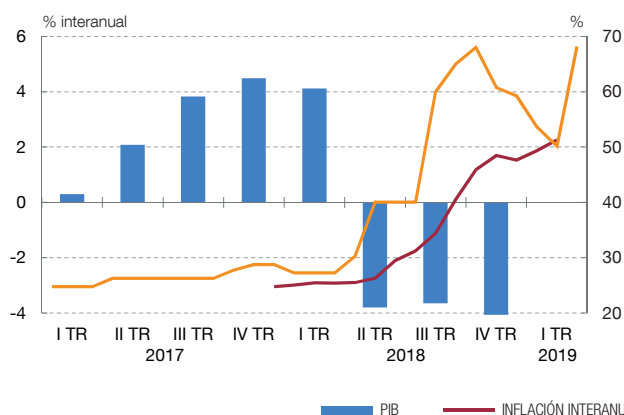
9 Véase Banco de España (2018k).

Gráfico 1.3

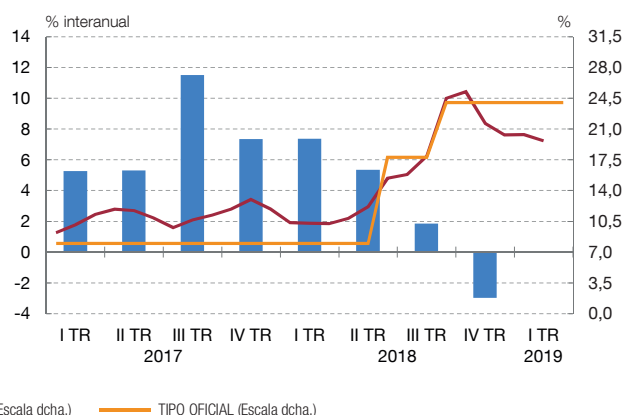
LAS ECONOMÍAS EMERGENTES SE VIERON AFECTADAS POR IMPORTANTES TENSIONES FINANCIERAS, PERO DE FORMA DIFERENCIADA SEGÚN SUS VULNERABILIDADES

Las economías emergentes se vieron sometidas durante el año a las tensiones comerciales globales y a un endurecimiento de las condiciones financieras, aunque los mercados penalizaron especialmente a aquellas con unas mayores vulnerabilidades externas, como Argentina o Turquía, cuyas autoridades tuvieron que ajustar intensamente sus políticas macroeconómicas.

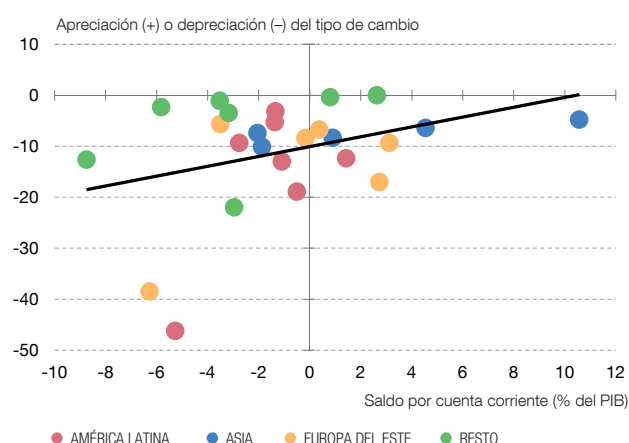
1 ARGENTINA: PIB, INFLACIÓN Y TIPO DE INTERÉS OFICIAL



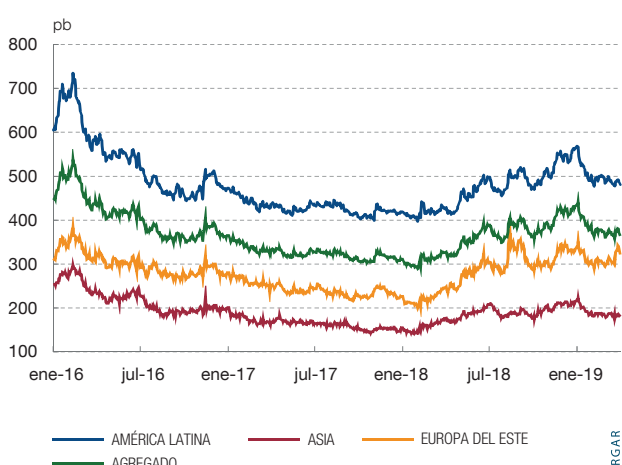
2 TURQUÍA: PIB, INFLACIÓN Y TIPO DE INTERÉS OFICIAL



3 DEPRECIACIÓN CAMBIARIA Y VULNERABILIDAD EXTERIOR



4 DIFERENCIALES SOBERANOS (EMBI)



FUENTE: Thomson Reuters.



En 2018, la inflación se mantuvo, a nivel global, dentro de valores moderados, sin que el aumento gradual de los crecimientos salariales que se produjo en las principales economías avanzadas llegase a trasladarse a la inflación subyacente.

En las economías avanzadas, la inflación mostró un suave perfil ascendente hasta el mes de octubre, reflejo del importante encarecimiento del petróleo, que se interrumpió hacia el final del año. Por otra parte, el buen comportamiento del empleo, que permitió que las tasas de paro alcanzaran mínimos históricos en algunos casos, contribuyó a la intensificación de las alzas salariales. Sin embargo, la aceleración de la productividad (en Estados Unidos) y la moderación de los márgenes empresariales (en Japón)

frenaron la traslación a los precios de los mayores incrementos de los salarios. De hecho, las expectativas de inflación se han vuelto a moderar en los primeros meses de 2019, ante el deterioro de las perspectivas económicas. En las economías emergentes, las tasas de inflación se mantuvieron, en general, en niveles moderados, con la excepción de aquellos países que experimentaron una mayor depreciación de sus tipos de cambio, como Argentina o Turquía.

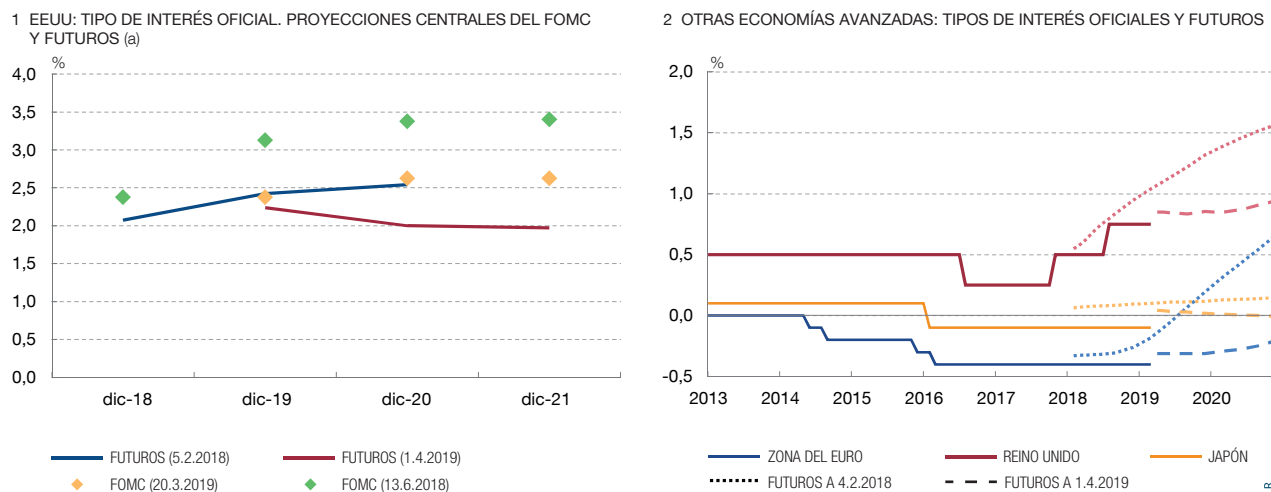
El alza de los precios del petróleo hasta octubre fue el resultado, fundamentalmente, de distintos factores de oferta. En concreto, los acuerdos de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para reducir su producción, el descenso de la actividad extractiva en Venezuela y el impacto de las sanciones a Irán llevaron a una reducción de la oferta de crudo. Sin embargo, en la parte final del año, las perspectivas de una menor demanda mundial y una cierta relajación de las condiciones de oferta revirtieron las alzas iniciales y condujeron a un descenso notable de los precios. Ya en 2019, la OPEP ha cerrado un nuevo acuerdo con otros socios productores para restringir la producción, lo que, entre otros factores de oferta, ha propiciado un nuevo repunte de los precios.

La Reserva Federal mantuvo en 2018 sus planes de normalización de la política monetaria, aunque en 2019 se ha interrumpido dicha normalización. Dada la avanzada posición cíclica de Estados Unidos, su banco central elevó en 2018 su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos (pb) en cuatro ocasiones, hasta situarlo en el rango del 2,25 %-2,50 %. Además, mantuvo el proceso de reducción gradual de su balance, según los planes preestablecidos. Estas decisiones contribuyeron a un endurecimiento de las condiciones financieras, con incrementos en los tipos a largo plazo y una apreciación del dólar. Sin embargo, los temores a una desaceleración económica dieron lugar, en los últimos meses del año pasado, a un viraje en las expectativas de los mercados sobre los movimientos futuros de la política monetaria, que la Reserva Federal refrendó con un giro en su política de comunicación hacia un tono de mayor neutralidad, materializado en los anuncios de que espera que se mantengan los tipos de interés en 2019 y de que finalice el proceso de reducción del balance en septiembre de este año (véase gráfico 1.4).

Las políticas monetarias de otros bancos centrales conservaron, en general, un tono expansivo. Como se desarrolla más adelante, el BCE finalizó sus compras netas de activos en diciembre, pero señaló que la política monetaria seguiría siendo ampliamente acomodaticia y que la reinversión de los valores que vayan venciendo continuará más allá de la primera subida de los tipos de interés oficiales. El Banco de Inglaterra, en un contexto de elevada incertidumbre en torno al *brexít*, y el Banco de Japón, sin apenas avances en la consecución de su objetivo de inflación, han mantenido un tono muy acomodaticio en sus decisiones. En las economías emergentes, numerosos bancos centrales respondieron hasta el verano con alzas de los tipos oficiales ante los riesgos para la inflación y la estabilidad financiera derivados de las depreciaciones de sus tipos de cambio, si bien en los últimos meses también se han detenido esas subidas.

LAS POLÍTICAS MONETARIAS SERÁN MENOS RESTRICTIVAS DE LO PREVISTO ANTERIORMENTE

Ante las señales de desaceleración económica global y las tensiones en los mercados financieros, se espera que las políticas monetarias en las economías avanzadas sean menos restrictivas de lo previsto con anterioridad. Tras incrementar los tipos oficiales en cuatro ocasiones en 2018, la Fed ha impuesto un tono más neutral a su estrategia de comunicación y los mercados han descontado menos subidas de los tipos. En el resto de las economías también se espera que el tono de la política monetaria siga siendo expansivo durante más tiempo.



FUENTES: Thomson Reuters y Bloomberg.

a La tendencia central del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) excluye las tres proyecciones más altas y las tres más bajas.



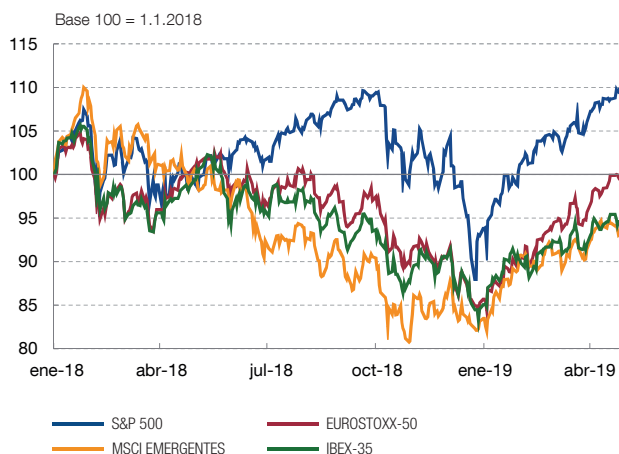
En efecto, los mercados financieros sufrieron un episodio de elevada volatilidad, centrada en las economías emergentes, hacia el final del primer semestre (véase gráfico 1.5). En esas fechas, la combinación de la fortaleza del dólar, el aumento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y las crecientes tensiones comerciales incidieron negativamente en los mercados emergentes, que hasta entonces habían tenido una evolución positiva, produciendo notables deterioros de sus bolsas y una depreciación generalizada de sus monedas. Como ya se ha señalado, hubo una discriminación clara por parte de los inversores en función de las vulnerabilidades de cada país.

En el conjunto del año, los principales índices bursátiles de las economías avanzadas y de las emergentes cerraron con pérdidas, tras registrar máximos históricos en algún caso. La mayor caída se produjo en la bolsa china (-24,6 %), mientras que el EUROSTOXX-50, el índice de referencia europeo, experimentó su mayor descenso anual desde 2012 (-14,3 %). Por su parte, el S&P de Estados Unidos, que alcanzó en septiembre máximos históricos, saldó 2018 con una caída del -6,2 %, como reflejo del deterioro de las perspectivas macroeconómicas en la parte final del año. Por su parte, el distinto momento cíclico de Estados Unidos y del área del euro tuvo su reflejo en la evolución divergente de las rentabilidades de la deuda soberana, con un alza en el conjunto del año de 27 pb en el caso de la economía norteamericana y un descenso de 18 pp en Alemania.

MERCADOS FINANCIEROS GLOBALES

Los mercados financieros sufrieron diversos episodios de volatilidad, que afectaron especialmente a los principales índices bursátiles, en un entorno de endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos y de crecientes tensiones comerciales, entre otros factores. En verano, la inestabilidad se centró en los mercados emergentes, aunque se produjo una discriminación por mercados según las vulnerabilidades de cada país.

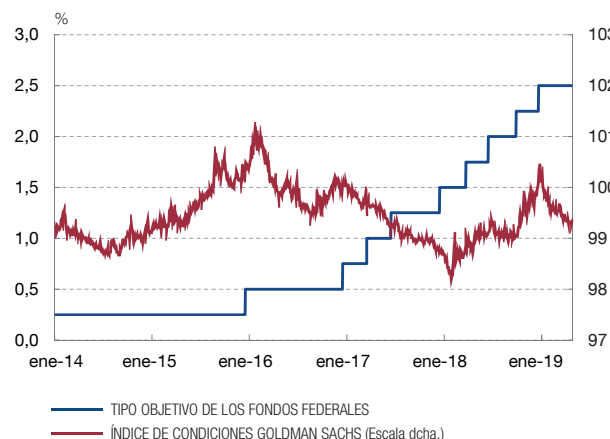
1 ÍNDICES BURSÁTILES



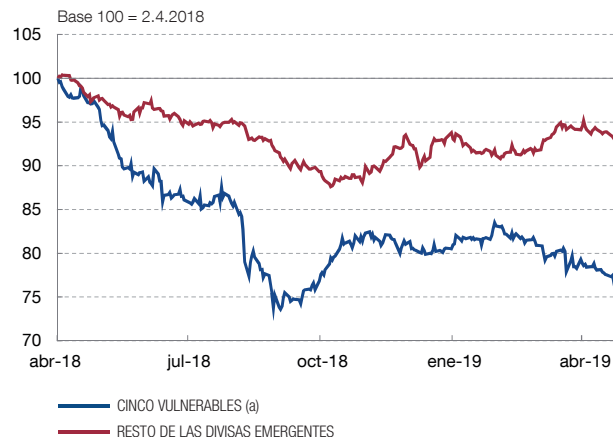
2 VOLATILIDADES IMPLÍCITAS



3 CONDICIONES FINANCIERAS EN ESTADOS UNIDOS



4 TIPOS DE CAMBIO FRENTA AL DÓLAR



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y Bloomberg Data License.

a Argentina, Túnez, Nigeria, Brasil y Turquía.

DESCARGAR



Aunque los mercados financieros se han recuperado a principios de 2019, persisten riesgos de ajustes adicionales de las valoraciones. En el inicio del año, las expectativas de una política monetaria menos restrictiva en Estados Unidos, las perspectivas de una posible resolución favorable de las disputas comerciales y las políticas desplegadas por las autoridades chinas para contrarrestar la debilidad de la actividad han contribuido a revertir el deterioro experimentado por los mercados financieros globales a finales de 2018. No obstante, estos siguen siendo vulnerables a la evolución de las condiciones financieras y del entorno macroeconómico globales

y a los vaivenes ligados a factores como las tensiones comerciales, la situación fiscal en Italia o las negociaciones en torno al *brexít*¹⁰.

Además, algunas economías emergentes siguen siendo vulnerables. Aunque las condiciones financieras en el conjunto de los países emergentes se han estabilizado en los últimos meses, la acumulación, en algunos de ellos, de un elevado endeudamiento en moneda extranjera por parte del sector privado no financiero los hace especialmente frágiles ante un aumento en los costes de financiación y ante una depreciación de sus tipos de cambio. Finalmente, las políticas monetarias ultraexpansivas de los últimos años han favorecido la búsqueda, por parte de los inversores, de rentabilidades en activos con mayor riesgo, como la deuda de alto rendimiento (*high yield*), los préstamos apalancados (*leveraged loans*) o los activos estructurados a partir de este tipo de instrumentos (CLO, *collateralized loan obligations*). La creciente exposición a estos segmentos del mercado, que en ocasiones presentan un riesgo de liquidez significativo, supone un elemento de preocupación en el contexto actual, en el que, como se ha expuesto, el grado de aversión al riesgo de los inversores es susceptible de experimentar fluctuaciones acusadas.

En definitiva, las perspectivas para la economía mundial en 2019 son de una desaceleración moderada, pero con importantes riesgos a la baja. La debilidad reciente de la economía global apunta a un escenario central con un crecimiento más reducido, sobre el que pesan riesgos claramente sesgados a la baja. En las economías avanzadas, la capacidad de respuesta de las autoridades para actuar ante un hipotético escenario de materialización de esos riesgos es relativamente reducida, aunque hay diferencias por regiones, debido a las limitaciones de las políticas monetarias, en un contexto de tipos de interés muy bajos, y a las restricciones que los altos niveles de endeudamiento público ejercen sobre la política presupuestaria en un buen número de países. En las economías emergentes, el margen de maniobra varía notablemente por países, en función de las vulnerabilidades existentes. En los casos en los que estas son mayores, podría ocurrir que un escenario adverso requiriera un endurecimiento de sus políticas macroeconómicas, con consecuencias negativas para el crecimiento.

2.2 El área del euro ha sufrido las perturbaciones globales de manera particularmente intensa

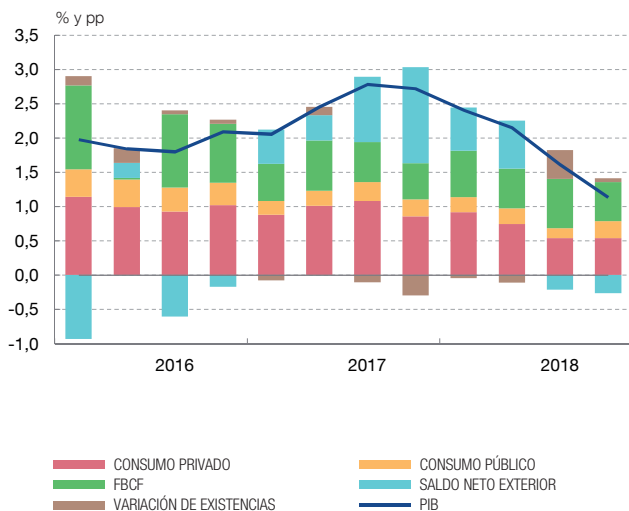
El área del euro se ha resentido especialmente del aumento de la incertidumbre global a lo largo del último año y de la desaceleración de la demanda mundial. Tras el elevado crecimiento de 2017, la expansión de la actividad económica se fue moderando a lo largo de 2018, tendencia que se ha prolongado en los primeros

¹⁰ Para una discusión acerca de las consecuencias de un *brexít* sin acuerdo, véanse, por ejemplo, Banco de Inglaterra (2018) y Vega (2019).

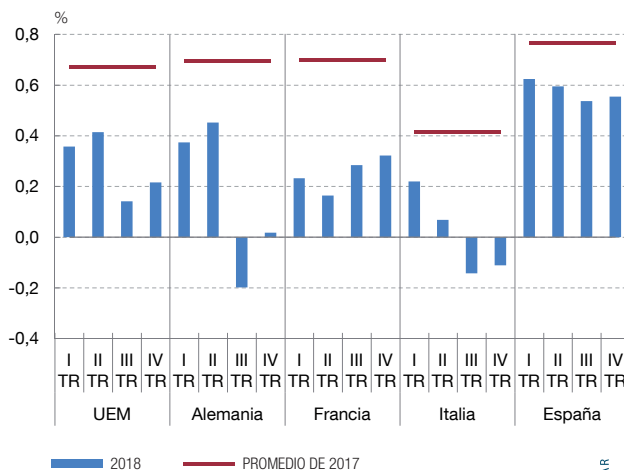
MODERACIÓN SIGNIFICATIVA DE LA EXPANSIÓN ECONÓMICA DEL ÁREA DEL EURO EN 2018

La actividad económica del área del euro se desaceleró a lo largo de 2018 y en la parte transcurrida de 2019, con crecimientos intertrimestrales muy reducidos a finales de año. El progresivo debilitamiento estuvo asociado, fundamentalmente, al escaso avance de las exportaciones del área del euro. Por países, la desaceleración económica está siendo muy intensa en Italia (que entró en recesión técnica a finales de 2018) y en Alemania, muy afectada por la evolución de sectores específicos, como el del automóvil.

1 ÁREA DEL EURO. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



2 ÁREA DEL EURO Y DISTINTOS PAÍSES. VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL DEL PIB



FUENTE: Comisión Europea.



meses del actual ejercicio. En el promedio del pasado año, el PIB avanzó un 1,8 %, siete décimas menos que en 2017, y los crecimientos interanuales de finales de 2018 y de principios de 2019 cayeron hasta el entorno del 1 % (véase gráfico 1.6).

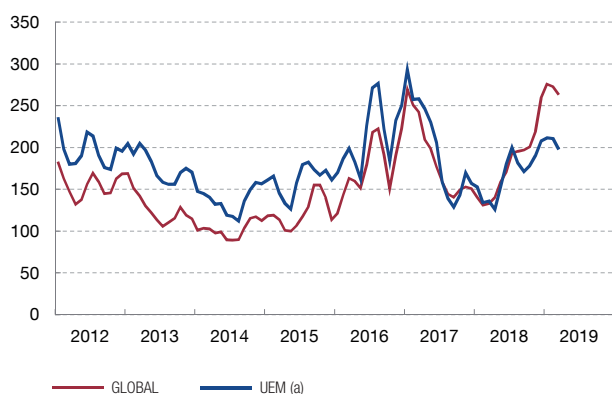
La especialización geográfica y sectorial de las exportaciones del área del euro y los efectos desfasados de la apreciación del tipo de cambio del euro en 2017 y 2018 determinaron una notable desaceleración de las ventas del área al resto del mundo. De este modo, más allá de algunos factores transitorios, el progresivo debilitamiento de la actividad tuvo su origen en el reducido avance de las ventas al exterior, dado, en particular, el elevado grado de apertura de las economías del área (véase gráfico 1.7). La pérdida de empuje de los mercados de exportación del área fue más intensa que la del comercio mundial, debido a la especialización relativa de la UEM en países y productos que registraron una evolución más adversa. Además de la caída de las ventas a Turquía, destacan la ralentización de las exportaciones de bienes de inversión a los mercados asiáticos (en particular, a China) y la contracción de las ventas al Reino Unido, especialmente pronunciada en el caso de los automóviles, mientras que, por el contrario, las exportaciones a Estados Unidos mantuvieron un mayor dinamismo¹¹. Adicionalmente,

11 Véase Banco de España (2019b).

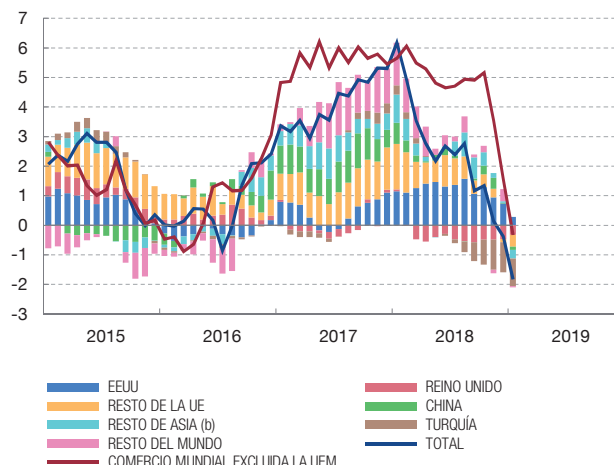
LA ECONOMÍA DEL ÁREA DEL EURO SE VIO LASTRADA POR LA MODERACIÓN DEL CRECIMIENTO DE SUS MERCADOS DE EXPORTACIÓN Y POR EL CONTEXTO DE MAYOR INCERTIDUMBRE

La desaceleración de los mercados de exportación del área del euro fue más intensa que la del comercio mundial, como consecuencia de la especialización relativa de la UEM en países y productos con una evolución más desfavorable en 2018.

1 ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS (PROMEDIO DE TRES MESES)



2 EXPORTACIONES DE BIENES EXTRA-UEM POR DESTINO GEOGRÁFICO. VARIACIÓN INTERANUAL (%) Y CONTRIBUCIONES (pp)



FUENTES: Baker, Bloom y Davis (2016), Banco de España, Comisión Europea y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

- a Promedio ponderado por el PIB de los índices de Alemania, Francia, España e Italia.
b Excluido Oriente Medio.



las estimaciones disponibles sugieren que la notable apreciación que registró el euro en términos efectivos nominales en 2017 frente a los países desarrollados, y en 2018 frente a los emergentes, habría afectado también a las exportaciones el pasado año.

La debilidad se fue propagando hacia la demanda interna, pese al mantenimiento de unas condiciones monetarias holgadas. Las decisiones del BCE contribuyeron a que las condiciones financieras del área del euro mantuvieran un carácter expansivo. Los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo siguieron en niveles reducidos, sin que las tensiones financieras que surgieron en Italia como consecuencia del aumento de la incertidumbre política se trasladaran a otras economías, salvo en momentos puntuales y en una magnitud reducida¹². Asimismo, los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones de préstamo permanecieron en niveles bajos, lo que siguió apoyando la recuperación gradual del crédito al sector privado. No obstante, la inversión empresarial y el consumo se debilitaron en el curso del año, afectados por la elevada incertidumbre. En el caso de la inversión, los planes de gasto de las

¹² Véase Banco de España (2018i).

empresas terminaron viéndose lastrados por la debilidad de la demanda externa, las dudas en torno a la futura relación del Reino Unido con la UE y la moderación de los beneficios empresariales. Por su parte, los hogares redujeron el ritmo de avance del consumo privado en la segunda mitad del año, lo que propició, dado el incremento de la renta real, un ligero aumento de la tasa de ahorro, que había alcanzado valores mínimos en 2017.

Además, algunos factores transitorios contribuyeron también al debilitamiento de la actividad, lo que ayuda a explicar las diferencias observadas por países. La desaceleración fue especialmente acusada en Italia, que entró en recesión a finales de 2018, lastrada por la incertidumbre sobre el rumbo de sus políticas económicas y el consiguiente deterioro de las condiciones de financiación y de la confianza de los agentes. El crecimiento en Alemania también se debilitó de manera notable, afectado en parte por la evolución de algunos sectores relevantes en la estructura productiva de este país, como el del automóvil, cuya actividad se vio perturbada de forma transitoria por la entrada en vigor de una nueva norma de emisiones contaminantes y quizá, también de modo más persistente, por el proceso de transformación estructural que está atravesando el sector. Por último, en Francia las tensiones sociales tuvieron su reflejo sobre la actividad a finales de 2018.

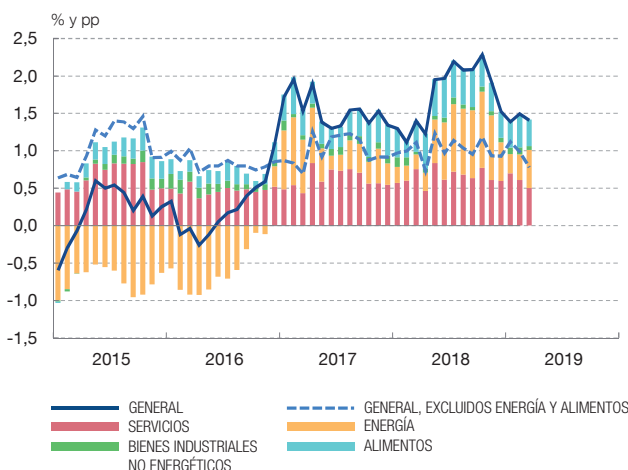
En conjunto, el PIB del área del euro finalizó 2018 en tasas de avance inferiores a las del producto potencial. De esta forma, la brecha de producción, variable que aproxima las presiones que la demanda ejerce sobre los precios, para la que se estimaba que había alcanzado un valor positivo al cierre de 2017, habría tendido a disminuir a lo largo del pasado año, hasta aproximarse a cero o hacerse incluso de nuevo ligeramente negativa a comienzos de 2019. La continuada debilidad de la actividad con la que se inició el año ha llevado a revisiones a la baja sustanciales de las perspectivas de crecimiento en el conjunto del año.

El empleo también reflejó el menor dinamismo de la actividad. El número de puestos de trabajo continuó creciendo en 2018, si bien a tasas inferiores a las observadas el año anterior y con una tendencia descendente, en línea con la pérdida de vigor de la actividad a lo largo del año. Esta moderación de la creación de empleo, que fue especialmente notable en las manufacturas y en los servicios de mercado, no fue obstáculo para que la tasa de paro del área siguiera reduciéndose, hasta cerrar el año en el 7,8 %. A pesar de la pérdida de dinamismo del empleo, las subidas salariales superaron a las de años anteriores, sobre todo en aquellos países, como Alemania, cuyo mercado de trabajo presenta una menor holgura. Así, la remuneración por asalariado en la UEM aumentó un 2,2 % en el cuarto trimestre de 2018, seis décimas por encima del registro del año precedente. Como resultado, los costes laborales por unidad de producto mostraron una acusada tendencia al alza en el transcurso del año (véase gráfico 1.8), a la que también contribuyó la desaceleración de la productividad.

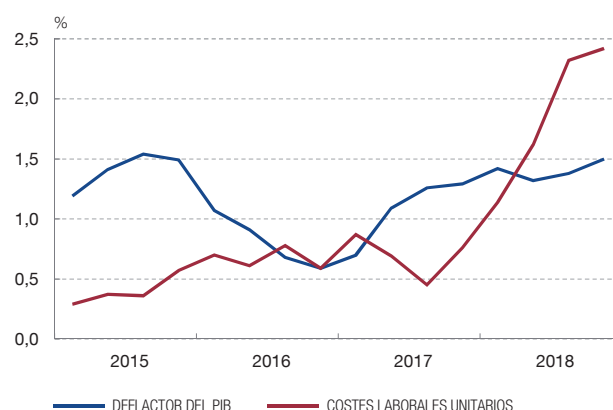
TENDENCIA ESTABLE DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE EN UN CONTEXTO DE ACELERACIÓN DE LOS COSTES LABORALES

La evolución del precio del petróleo se reflejó en grandes oscilaciones de la inflación general, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en torno al 1 %. Esta estabilidad tuvo lugar en un contexto en el que la aceleración de los costes laborales se vio compensada por un estrechamiento de los márgenes empresariales.

1 ÁREA DEL EURO. CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN INTERANUAL DEL IAPC



2 ÁREA DEL EURO. DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS. VARIACIÓN INTERANUAL



FUENTE: Comisión Europea.



La inflación general mostró notables oscilaciones durante 2018, ligadas a la evolución de la cotización del crudo. En el promedio del año, los precios de consumo aumentaron un 1,8 %. En el período transcurrido de 2019, la inflación ha flexionado a la baja, creciendo un 1,4 % en el mes de marzo, movimiento también vinculado al precio del petróleo.

Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los alimentos y la energía, creció un 1 %, tasa similar a la de 2017. La evolución tanto de este indicador como de sus dos componentes —servicios y bienes industriales no energéticos— permaneció estable durante todo el período (véase gráfico 1.8). El crecimiento de los precios de producción interior tampoco experimentó modificaciones apreciables en 2018, de modo que el repunte de los CLU se habría visto compensado por un estrechamiento de los márgenes empresariales. Este patrón, que ya se ha observado en otros períodos, quizás podría ser más persistente en el momento actual, caracterizado por una elevada incertidumbre y por un cierto debilitamiento de la demanda, que haría que las empresas fueran reacias a aumentar sus precios finales. Además, existen otros factores de naturaleza más permanente, y comunes a otros países y áreas, que podrían estar frenando la inflación. Entre ellos, destacan el incremento de la competencia global, la aparición de nuevas formas de comercialización de los bienes y de los servicios, y el envejecimiento demográfico (véase el capítulo 2 de este Informe para un análisis más detallado). En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en niveles moderados,

en tanto que en horizontes más cortos experimentaron un ligero retroceso hacia finales de año, a medida que la incertidumbre global incidió sobre la actividad del área del euro.

El BCE siguió instrumentando una política monetaria acomodaticia. Los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se han mantenido en los niveles mínimos alcanzados en marzo de 2016 —el 0 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente— (véase gráfico 1.9). Además, el BCE llevó a cabo un proceso gradual de reducción de las compras netas del Programa de Compra de Activos (APP, por sus siglas en inglés), de acuerdo con las decisiones adoptadas en octubre de 2017 y en junio de 2018. En concreto, las adquisiciones disminuyeron hasta 30 mm de euros mensuales entre enero y septiembre de 2018, y hasta 15 mm mensuales entre octubre y diciembre, finalizando las compras netas en ese último mes.

El Consejo de Gobierno, en su reunión de principios de junio de 2018, anticipó la finalización del programa APP. Desde mediados de 2014, el BCE ha venido aplicando una política monetaria muy expansiva, apoyada en varias medidas extraordinarias, que, en conjunto, se estima que aportarían casi 2 pp al crecimiento tanto del PIB como de los precios de consumo del área del euro entre 2016 y 2020¹³. Tras un período de compras continuadas de activos desde marzo de 2015, la cartera APP ha alcanzado un tamaño superior al 20 % del PIB del área. Por otra parte, aunque en 2018 se amortizaron algunas de las operaciones de financiación a plazo más largo (TLTRO, por sus siglas en inglés), su saldo vivo se mantuvo por encima de los 700 mm de euros. Además, con el objetivo de preservar unas condiciones del crédito bancario favorables, en marzo de 2019 el BCE anunció una nueva serie de operaciones TLTRO trimestrales, que se celebrarán entre septiembre de 2019 y marzo de 2021 y que tendrán un plazo de vencimiento de dos años.

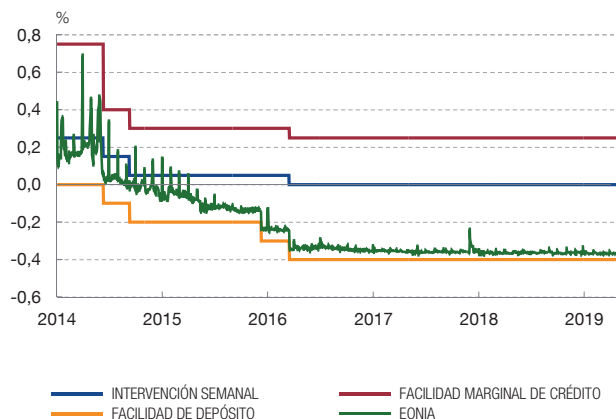
A pesar del fin de las compras netas de activos, la política monetaria retiene el amplio grado de acomodación. La reducción gradual de las compras fue comunicada cuidadosamente para facilitar su asimilación progresiva por parte de los mercados. En paralelo, se anunció una rotación en el papel señalizador de los distintos instrumentos del banco central y se introdujo una secuencia clara en las actuaciones futuras, lo que permitirá prolongar el tono acomodaticio preciso para apoyar la convergencia de la inflación hacia el objetivo. En particular, desde junio de 2018, el BCE introdujo un mayor detalle sobre sus expectativas acerca de los tipos de interés oficiales. El Consejo del BCE comenzó refiriéndose a «al menos durante el verano de 2019» como el período indicativo mínimo en el que se mantendrían los niveles de los tipos de interés.

13 Véase Banco Central Europeo (2018).

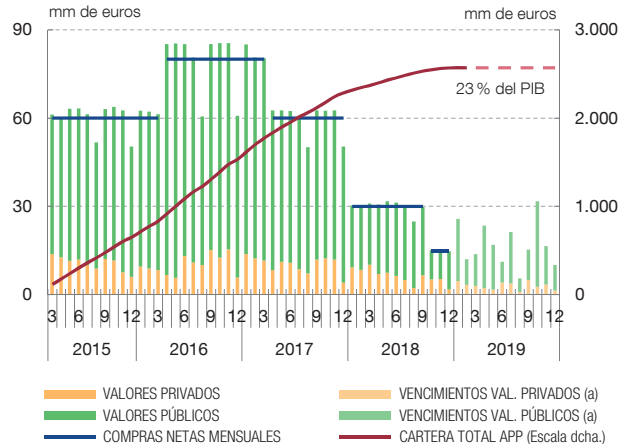
LA POLÍTICA MONETARIA Y LA FISCAL RESPALDARON EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LA ZONA DEL EURO

La política monetaria mantuvo un carácter muy expansivo, a pesar de que las compras netas de activos finalizaron en diciembre de 2018. Las perspectivas de aumentos de los tipos de interés se pospusieron, en línea con las indicaciones del BCE y como consecuencia de la ralentización económica. La política fiscal mantuvo un tono neutral, y se espera que este sea ligeramente expansivo en 2019.

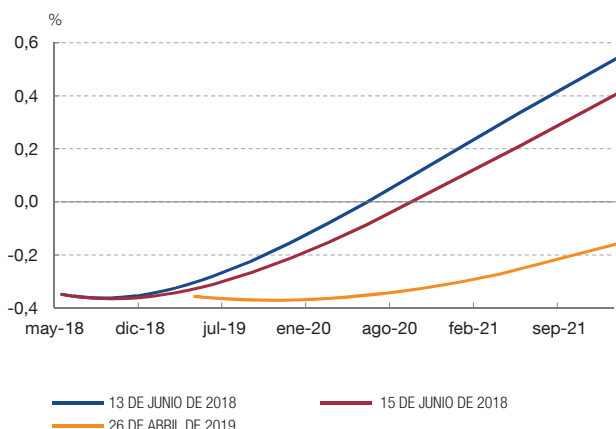
1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y EONIA



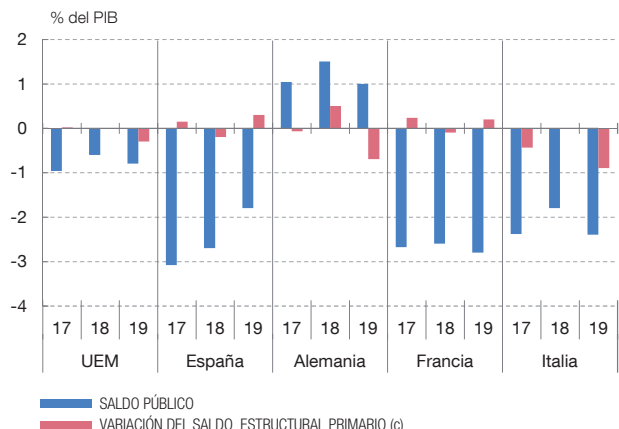
2 PROGRAMA DE COMPRA DE VALORES (APP)



3 EXPECTATIVAS DE LOS TIPOS A UN DÍA (OIS FORWARD INSTANTÁNEO)



4 ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL Y DÉFICIT PÚBLICO (b)



FUENTES: IFS Datastream, Banco Central Europeo, Banco de España y Comisión Europea.

a Vencimientos previstos a partir de abril.

b Los valores para 2018 y 2019 son los recogidos en los planes presupuestarios para 2019 presentados a la Comisión Europea en octubre de 2018, dentro del marco del Semestre Europeo.

c Porcentajes del PIB potencial.

DESCARGAR



Sin embargo, en marzo de este año, ante la debilidad de los datos macroeconómicos y la notable revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento e inflación, dicho período se extendió hasta al menos finales de 2019. En todo caso, como ha venido reiterando el Consejo, los tipos se mantendrán en los niveles actuales durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores —aunque próximos— al 2% a medio plazo. A raíz de esta comunicación, las expectativas de tipos de interés a corto plazo se han adaptado a las indicaciones marcadas por el BCE y a la

creciente evidencia de debilidad económica en el área del euro, dando como resultado un retraso de las perspectivas acerca de la fecha de la primera subida de tipos oficiales (véase gráfico 1.9)¹⁴. En este sentido, los mercados han dado muestras de entender que las orientaciones dadas por el BCE acerca de los tipos de interés están condicionadas a la evolución de la economía del área y, en particular, de las perspectivas de que se alcancen de forma sostenida tasas de inflación coherentes con la definición de la estabilidad de precios, de modo que, a raíz de los últimos datos de inflación, que han sido, en general, inferiores a lo anticipado, los mercados han favorecido una reducción de los tipos de interés aplicables en plazos largos.

Además, el Consejo ha sido progresivamente más explícito sobre la política de reinversión de los activos acumulados en su balance, que ha pasado a formar parte de la secuencia futura de actuaciones de la autoridad monetaria.

Así, desde junio de 2018, el Consejo de Gobierno señaló su intención de «seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria». En 2018, las compras brutas ascendieron a 460 mm de euros, de los cuales las reinversiones fueron de unos 140 mm. Durante 2019, los vencimientos previstos superan los 200 mm. Las reinversiones mantendrán estable el elevado tamaño de la cartera APP durante un período prolongado¹⁵.

El desequilibrio de las cuentas públicas continuó corrigiéndose en 2018. La aportación favorable del ciclo económico y una nueva reducción de la carga por intereses permitieron que el déficit público del área del euro prolongara su corrección, hasta cerrar 2018 en el 0,5 % del PIB. Asimismo, la deuda pública se redujo en 2 pp, hasta el 87,1 % del PIB. De acuerdo con las cifras proporcionadas por los Gobiernos a la Comisión Europea, el tono de la política fiscal habría sido ligeramente contractivo en 2018, y se espera que adquiriera un carácter ligeramente expansivo en 2019, aunque con divergencias notables entre países (véase gráfico 1.9)¹⁶. En particular, destaca la expansión proyectada en Italia, país que registra un elevado nivel de deuda, y en Alemania, que planea un aumento del gasto, a la luz de algunas carencias detectadas en áreas como la inversión en infraestructuras.

14 Para un análisis más detallado, véase Banco de España (2019c).

15 El papel que podrían desempeñar en el futuro, dentro del arsenal de herramientas de los bancos centrales, los nuevos instrumentos de política monetaria surgidos tras la crisis es objeto de análisis en el capítulo 3 de este Informe.

16 El tono neutral en 2018 es el que se desprende de los planes presupuestarios de los propios Gobiernos de los países del área del euro. Sin embargo, según las estimaciones de otras instituciones, podría haberse producido el pasado año un aumento de hasta 0,5 pp en el saldo primario estructural.

Las perspectivas de crecimiento a corto y a medio plazo de la UEM se están viendo lastradas por la debilidad de la demanda global, la incertidumbre económica y los menores niveles de rentabilidad empresarial. Las economías europeas todavía mantienen importantes focos de vulnerabilidad, entre los que destacan los elevados niveles de endeudamiento en algunos países, el escaso margen de maniobra de la política fiscal en la mayoría de ellos y la debilidad de determinadas entidades bancarias. Como consecuencia, la economía del área es susceptible de verse afectada intensamente por eventuales perturbaciones con origen externo, entre las que se incluye un posible *brexit* desordenado y sin acuerdo, que podría comportar efectos severos en términos de inestabilidad financiera y desbaratamiento de las cadenas productivas internacionales¹⁷. En este sentido, es preciso recordar que la UEM es, de entre las mayores economías mundiales, la más expuesta a los flujos de comercio internacional. Más a largo plazo, las perspectivas demográficas y los bajos niveles de productividad continúan planteando desafíos importantes para las economías europeas.

3 La economía española en el período reciente: elementos de soporte y factores de incertidumbre

3.1 Un comportamiento más favorable que el del área del euro

En 2018 se prolongó, por quinto año consecutivo, la expansión de la economía española, si bien se observó una cierta desaceleración con respecto a 2017. En concreto, el avance del PIB ascendió al 2,6 %, 0,4 pp menos que el año anterior (véanse cuadro 1.1 y gráfico 1.10). Por componentes, el crecimiento de la actividad descansó sobre el elevado ritmo de avance de la demanda nacional, que, como en 2017, fue del 3 %. Por el contrario, las exportaciones acusaron un notable debilitamiento, hasta el 2,3 %, casi 3 pp menos que un año antes. Puesto que este componente de la demanda tiene un contenido importador muy elevado, las compras al exterior experimentaron también una desaceleración significativa. Este comportamiento de los flujos comerciales dio lugar a una aportación negativa del saldo neto exterior al crecimiento del producto de 0,3 pp, la primera de este signo desde 2015.

La magnitud de la disminución del ritmo de crecimiento del producto fue similar a la esperada antes del comienzo del año. De hecho, el avance del PIB en 2018 superó en dos décimas al que anticipaban las proyecciones del Banco de España de diciembre de 2017. Sin embargo, la composición del crecimiento fue muy diferente de la vaticinada entonces. En concreto, la tasa de variación de la demanda nacional fue 0,9 pp superior a la prevista, con un comportamiento más dinámico de

¹⁷ Véase Vega (2019).

Cuadro 1.1

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Demanda y producto (b)						
Producto interior bruto	-1,7	1,4	3,6	3,2	3,0	2,6
Consumo privado	-3,1	1,5	3,0	2,9	2,5	2,3
Consumo público	-2,1	-0,3	2,0	1,0	1,9	2,1
Formación bruta de capital	-4,6	5,8	9,0	2,5	5,4	5,6
Inversión en equipo	4,9	6,0	12,3	5,1	5,7	5,2
Inversión en construcción	-8,6	4,2	3,6	1,1	4,6	6,2
Vivienda	-10,2	11,3	-0,9	7,0	9,0	6,9
Otras construcciones	-7,3	-1,1	7,4	-3,7	0,6	5,5
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,3	4,2	5,2	5,2	2,3
Importación de bienes y servicios	-0,5	6,6	5,4	2,9	5,6	3,5
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB (pp)	-3,2	1,9	3,9	2,4	2,9	2,9
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB (pp)	1,5	-0,5	-0,3	0,8	0,1	-0,3
Empleo, salarios, costes y precios (c)						
Empleo total	-3,4	1,0	3,3	3,0	2,9	2,5
Tasa de ocupación (d)	55,6	56,8	58,7	60,5	62,1	63,4
Tasa de paro	26,1	24,4	22,1	19,6	17,2	15,3
Remuneración por asalariado	1,4	0,1	0,8	-0,5	0,3	0,8
Productividad aparente del trabajo	1,8	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,2	0,5	-0,6	0,2	0,8
Deflactor del PIB	0,4	-0,2	0,5	0,3	1,2	1,0
Índice de precios de consumo (fin de período)	0,3	-1,0	0,0	1,6	1,1	1,2
Índice de precios de consumo (media anual)	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0	1,7
Diferencial de precios de consumo (IAPC) con la UEM (pp)	0,2	-0,6	-0,8	-0,1	0,1	0,0
Precio de la vivienda	-10,6	0,3	3,6	4,7	6,2	6,7
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación y saldo financiero (e)						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	2,1	1,5	1,7	2,4	2,2	1,5
Administraciones Públicas	-7,0	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,5
Administraciones Públicas (sin ayudas a instituciones financieras)	-6,7	-5,8	-5,2	-4,3	-3,0	-2,5
Hogares e ISFLSH	4,0	3,4	2,4	1,7	-0,4	-1,2
Empresas	5,1	4,1	4,6	5,1	5,6	5,2
Instituciones financieras	2,2	2,3	1,8	2,1	2,3	2,5
Sociedades no financieras	2,9	1,8	2,8	3,0	3,3	2,6
Posición de Inversión Internacional neta	-95,2	-98,0	-89,5	-85,3	-83,5	-77,1
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	95,5	100,4	99,3	99,0	98,1	97,1
Indicadores monetarios y financieros (f)						
Tipo de intervención semanal del BCE	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Tipo de la deuda pública a diez años	4,6	2,7	1,7	1,4	1,6	1,4
Tipo sintético del crédito bancario	4,1	3,8	2,9	2,7	2,5	2,4
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	879,8	1.066,6	1.080,5	879,2	1.034,5	971,4
Tipo de cambio dólar/euro	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	101,5	101,5	99,3	99,9	100,8	101,5
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	107,2	106,3	104,1	103,1	103,2	102,7
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	105,0	104,3	104,5	103,0	102,3	101,1
Financiación total de las familias	-5,2	-3,6	-2,1	-2,0	-1,3	-0,6
Financiación total de las empresas no financieras	-6,1	-3,7	-0,4	-0,4	0,3	0,6

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 anual.

c Tasas de variación, salvo las tasas de ocupación y de paro, que se presentan en niveles.

d Tasa de ocupación (16-64 años).

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 pasivos financieros.

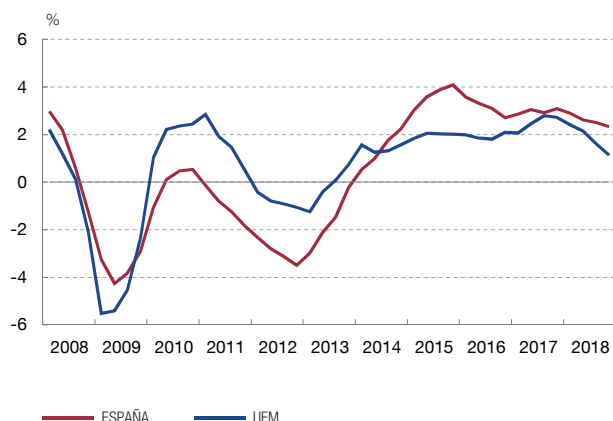
g Base I TR 1999 = 100.

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

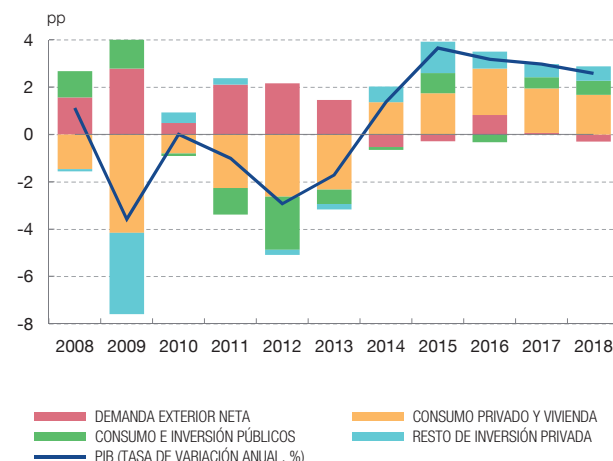
EL CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL EMPLEO SE MANTUVO ELEVADO, A PESAR DEL EMPEORAMIENTO DEL CONTEXTO EXTERIOR

El PIB español creció a un ritmo uniforme a lo largo del año, lo que contrasta con el debilitamiento de la actividad en el área del euro. Las exportaciones experimentaron una desaceleración significativa, en consonancia con la pérdida de vigor de los mercados exteriores. Sin embargo, la aportación de la demanda interna al crecimiento del producto siguió siendo elevada. El crecimiento de la productividad fue muy reducido, como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación. La creación de empleo permitió que la tasa de paro siguiera descendiendo, aunque con menor intensidad en el colectivo que lleva más tiempo desempleado.

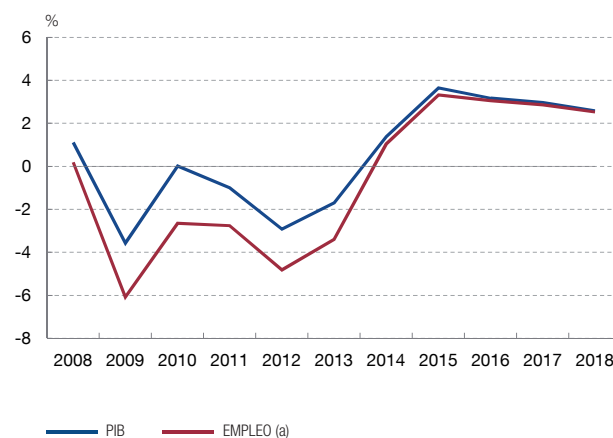
1 EVOLUCIÓN DEL PIB: ESPAÑA Y UEM
Tasas de variación interanual en términos reales



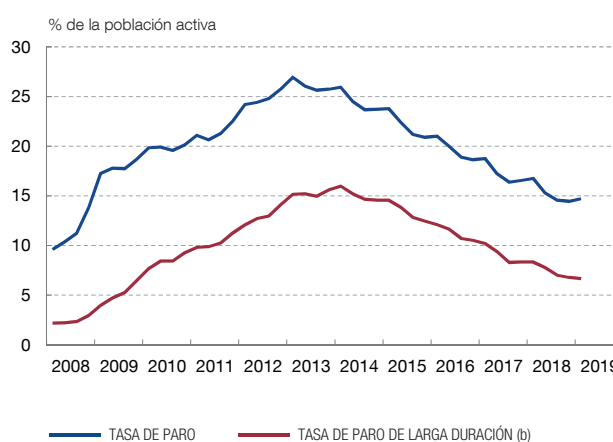
2 PIB, COMPONENTES DE LA DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR
Tasas de variación anual y aportaciones al crecimiento



3 PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y EMPLEO
Tasas de variación anual



4 TASA DE PARO Y TASA DE PARO DE LARGA DURACIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Empleo según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR). Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

b Paro de larga duración: parados que llevan un año o más tiempo buscando un empleo.



todas sus rúbricas, mientras que las exportaciones crecieron 2,6 pp menos, lo que, dado que las importaciones no se apartaron significativamente de lo esperado, condujo a que la aportación del saldo neto exterior fuera 0,7 pp peor de lo previsto.

En términos de las tasas medias anuales, la magnitud de la desaceleración del producto de la economía española en 2018 no fue muy distinta de la observada

en el área del euro. En concreto, la tasa de crecimiento del PIB de la UEM disminuyó en seis décimas, dos más que en España. Sin embargo, mientras que en nuestro país la ralentización ya se anticipaba, en el del área del euro constituyó una sorpresa. Desde el punto de vista de los componentes de demanda, las exportaciones sorprendieron a la baja en ambos casos. Por el contrario, a diferencia del caso de España, el aumento del gasto interno en el área del euro fue sustancialmente inferior al previsto.

Las diferencias entre el comportamiento de la economía española y la del área del euro a lo largo de 2018 son más evidentes en términos del perfil intertrimestral del crecimiento del PIB. En cada uno de los dos últimos trimestres de 2017, la tasa de variación del producto había sido muy similar en ambos casos (en torno al 0,7 %). Sin embargo, mientras que en España ese ritmo de avance tendió a mantenerse en 2018, con tasas del 0,6 % en cada uno de los cuatro trimestres del año (salvo en el tercero, en el que fue del 0,5 %), el PIB del área del euro aumentó un 0,4 % en el primer y segundo trimestres, y un 0,1 % y un 0,2 % en los dos siguientes. Con este trasfondo, el recuadro 1.2 analiza detalladamente los factores que pudieron haber explicado que la actividad y, en particular, la demanda interna se comportaran mejor en España que en el área del euro, en un contexto en el que ambas economías estuvieron sometidas a una perturbación externa común.

La desaceleración del contexto exterior se reflejó en un comportamiento comparativamente menos favorable de las ramas industriales. En concreto, durante el pasado año, pudo observarse una ralentización del valor añadido y, sobre todo, del empleo del sector, tendencia que se ha mantenido al inicio de 2019 (véase gráfico 1.11). Ello ha sido consecuencia, en parte, de las dificultades por las que está atravesando el sector del automóvil. Por el contrario, la actividad y la ocupación repuntaron con fuerza en la construcción, aunque sus niveles actuales se encuentran todavía muy alejados de los previos a la crisis. Entre las ramas de servicios, cabe destacar el acusado dinamismo del empleo en las de no mercado —hasta el 3 %—, lo que, de acuerdo con la información de la Encuesta de Población Activa (EPA), reflejó la fortaleza de la contratación en el sector público.

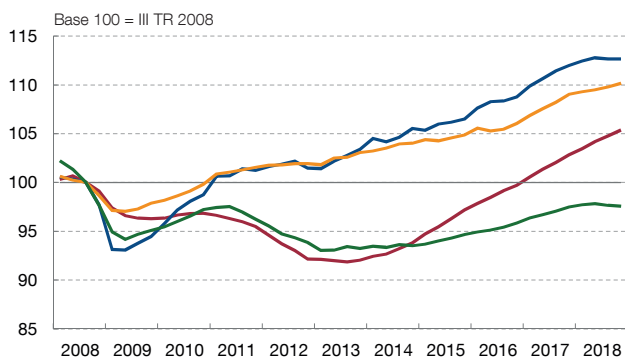
La capacidad de la economía para continuar manteniendo el elevado ritmo de crecimiento de los últimos trimestres, no obstante, viene condicionada por varios factores. El recuadro 1.2 concluye que el crecimiento del consumo de los hogares a un ritmo superior al de sus rentas y el cierto tono expansivo de la política fiscal (aspectos que guardarían cierta relación) contribuyeron a explicar la fortaleza de la demanda interna y del PIB en 2018. A futuro, la capacidad de estos factores para seguir sosteniendo la actividad es limitada, en la medida en que su prolongación en el tiempo puede terminar generando ciertas vulnerabilidades en la posición financiera de los hogares y de las Administraciones Públicas (AAPP).

Al mismo tiempo, la economía conserva importantes elementos de soporte para continuar creciendo. Frente a la ausencia de una corrección del desequilibrio

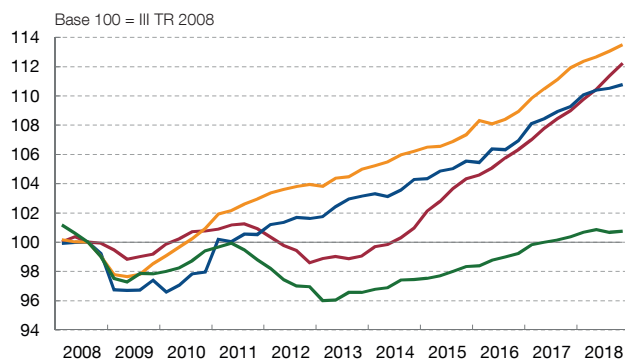
ENTRE LAS RAMAS PRODUCTIVAS, LA INDUSTRIA ACUSÓ EL IMPACTO DEL EMPEORAMIENTO DEL CONTEXTO EXTERIOR

La desaceleración de la economía mundial hizo que la industria, la rama productiva más expuesta a la competencia exterior, tuviera un comportamiento menos favorable que otros sectores, con un estancamiento de su valor añadido y un retroceso del empleo. Esta evolución no fue muy distinta de la que pudo observarse en las principales economías del área del euro. Por otro lado, el valor añadido en la construcción siguió expandiéndose a un ritmo elevado, aunque desde un nivel todavía reducido, dado el ajuste que tuvo lugar durante la crisis.

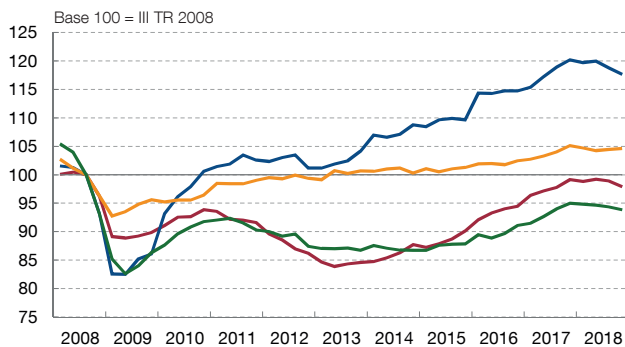
1 VALOR AÑADIDO. TOTAL ECONOMÍA



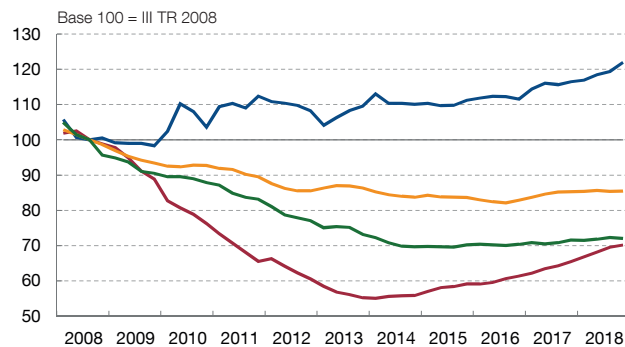
2 VALOR AÑADIDO. SERVICIOS



3 VALOR AÑADIDO. INDUSTRIA



4 VALOR AÑADIDO. CONSTRUCCIÓN



— ESPAÑA — ALEMANIA — FRANCIA — ITALIA

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



de las cuentas públicas y a la posibilidad de que algunos grupos de hogares estén incrementando su gasto por encima de lo que aconsejarían las perspectivas de evolución de su renta, el balance agregado del sector privado ha continuado mejorando en el período más reciente. La disminución del endeudamiento que se ha producido en los últimos años reduce la vulnerabilidad del conjunto de hogares y empresas ante perturbaciones que conlleven subidas de los costes de financiación o un empeoramiento de sus rentas. Por otro lado, la evolución de los costes relativos frente al resto del mundo a lo largo de 2018 siguió favoreciendo la competitividad exterior y, por tanto, el ajuste del saldo estructural por cuenta corriente. Asimismo, las perspectivas de mantenimiento de un tono expansivo de las condiciones monetarias por parte del BCE durante un período prolongado proporcionan una cierta holgura adicional en la situación financiera de los agentes endeudados.

La capacidad de crecimiento a corto y a medio plazo se ve favorecida por la existencia de márgenes para el aumento del grado de uso de los factores productivos. Según las estimaciones del Banco de España, la brecha de producción (*output gap*) de la economía española, esto es, la diferencia entre los niveles observado y potencial del PIB en porcentaje de este último, se habría hecho positiva en 2018. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas más recientes de esta institución¹⁸, el crecimiento de la economía en el escenario central superaría con holgura la tasa de crecimiento potencial (cuyo nivel estimado es algo inferior al 1,5 %) a lo largo del próximo trienio, hasta situarse en el 1,7 % en el promedio de 2021.

3.2 La demanda interna como sostén de la actividad

Los principales determinantes del gasto de los hogares tuvieron una evolución favorable en 2018. Las decisiones de consumo y de inversión de estos agentes se vieron alentadas por el comportamiento expansivo de sus rentas, la mejora de la posición patrimonial del sector y la disponibilidad de financiación crediticia bajo condiciones holgadas.

Como en años anteriores, las condiciones de acceso de las familias a la financiación bancaria continuaron siendo muy favorables. El mantenimiento del tono acomodaticio de la política monetaria del BCE permitió que los tipos de interés medios aplicados a los préstamos permanecieran en niveles históricamente reducidos. Además, el acceso al crédito para las familias siguió mejorando en 2018 según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), si bien hacia finales de año y a comienzos de 2019 han empezado a evidenciarse indicios de agotamiento de este patrón (véase gráfico 1.12).

Las condiciones financieras holgadas han apoyado el aumento de las nuevas operaciones de crédito. La concesión de nuevo crédito creció con especial intensidad en el caso del segmento de préstamos destinados al consumo, cuyos flujos de nuevas operaciones siguieron creciendo, como a lo largo de toda la recuperación, a tasas de dos dígitos. En este sentido, conviene tener presente que las expansiones excesivamente rápidas del crédito pueden aumentar la vulnerabilidad de prestatarios y de prestamistas ante eventuales perturbaciones adversas¹⁹.

En todo caso, el crédito que financia el consumo mostró en la última parte del año una desaceleración. Esta moderación estaría vinculada a factores tanto de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, las dos ediciones más recientes de la EPB

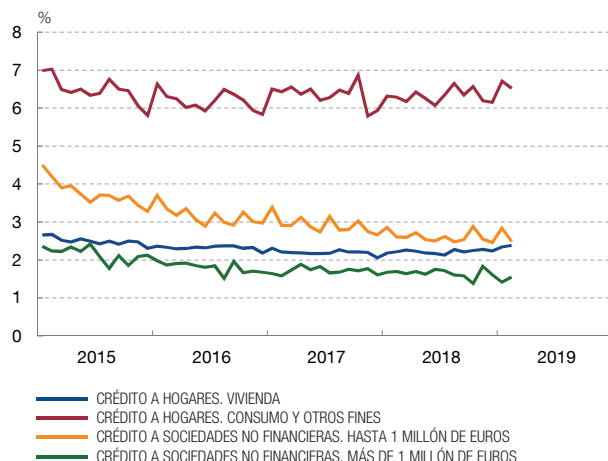
¹⁸ Véase Banco de España (2019a).

¹⁹ Véanse Banco de España (2018d, 2018h y 2018j).

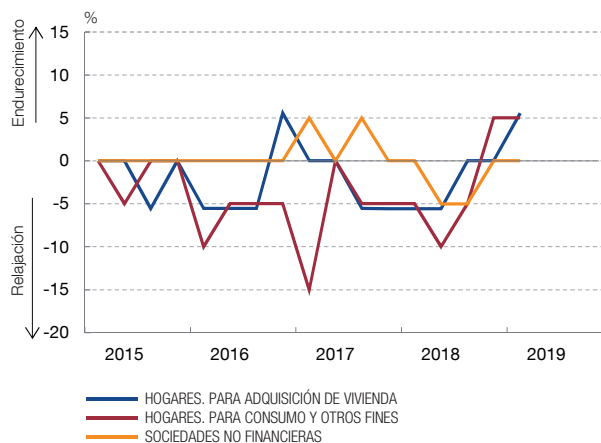
LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SIGUEN SIENDO MUY HOLGADAS

Las condiciones de financiación siguen siendo muy holgadas, con unos costes que se mantienen estables en niveles reducidos, si bien han comenzado a atisbarse algunas señales de endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos. El saldo de crédito a hogares muestra avances desde mediados de 2018, gracias a la moderación de la caída de los préstamos destinados a la compra de vivienda, lo que ha compensado la desaceleración del crédito al consumo. El saldo global de financiación a las sociedades no financieras también crece, ya que la contracción de los préstamos de las entidades financieras residentes se ha visto compensada por el dinamismo de la emisión con valores de renta fija y los préstamos del resto del mundo.

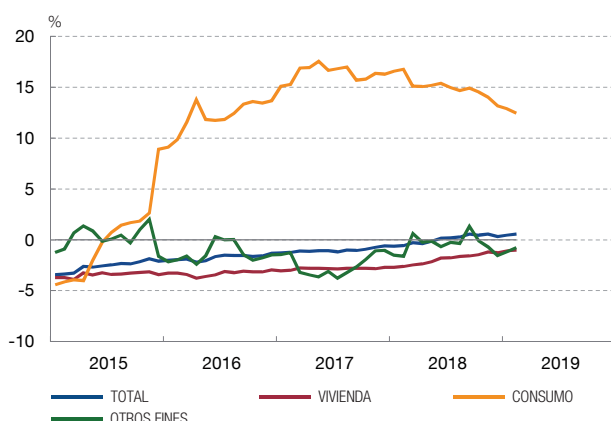
1 TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO BANCARIO. ESPAÑA



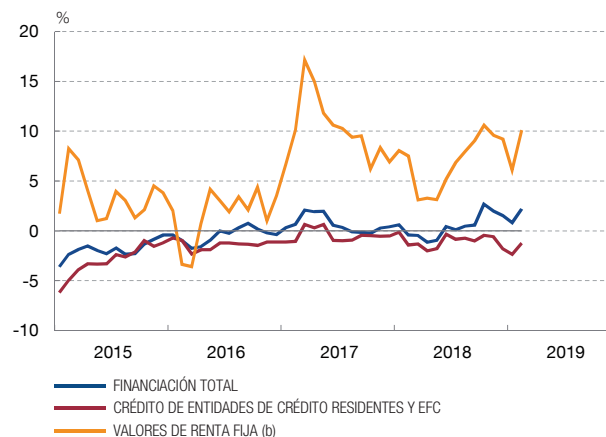
2 EPB. VARIACIONES DE LOS CRITERIOS DE OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (a)



3 FINANCIACIÓN A LOS HOGARES. CRECIMIENTO INTERANUAL



4 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CRECIMIENTO INTERANUAL



FUENTE: Banco de España.

a Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$.

b Incluye las emisiones realizadas por filiales residentes.

DESCARGAR

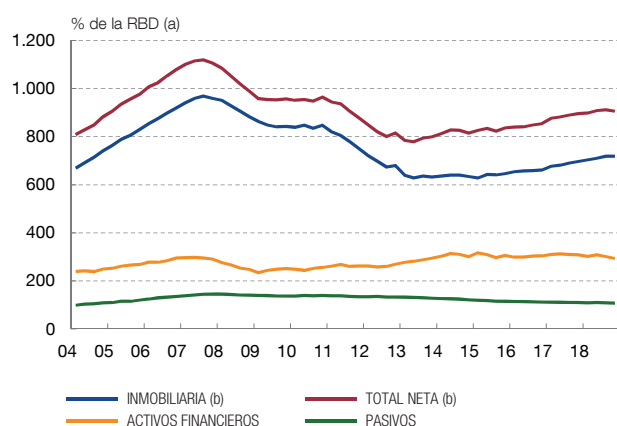


apuntan, por primera vez desde comienzos de 2013, a un cierto endurecimiento de los criterios de aprobación, que estaría asociado al mayor riesgo percibido por los prestamistas en este segmento, a la luz del repunte de la morosidad observado a lo largo del año pasado, y a las perspectivas económicas generales (véase gráfico 1.12). Por su parte, la demanda se habría frenado debido a la ralentización del consumo de bienes duraderos, tras varios años creciendo a tasas muy elevadas.

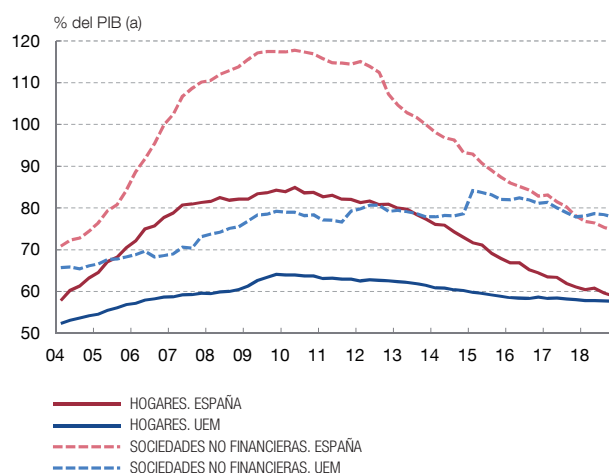
LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE HOGARES Y DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS HA SEGUIDO FORTALECIÉNDOSE

Las ratios de endeudamiento de hogares y de sociedades no financieras han seguido reduciéndose y se han situado ya en niveles próximos a los de la media de la UEM (en hogares) o por debajo de estos (en las sociedades no financieras). La riqueza neta de las familias españolas ha seguido incrementándose gracias a la revalorización de los activos inmobiliarios, que ha compensado la caída del componente financiero, consecuencia fundamentalmente del descenso del precio de los valores de renta variable.

1 RIQUEZA. HOGARES



2 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Datos acumulados de cuatro trimestres.

b Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de estas y del precio del metro cuadrado.

DESCARGAR



El saldo total del crédito destinado a los hogares ha aumentado por primera vez desde 2010. Desde mediados de 2018, la tasa de crecimiento interanual del saldo de crédito a este sector se ha situado en terreno ligeramente positivo. Junto con la trayectoria expansiva de la financiación al consumo que se ha descrito, esta evolución refleja la moderación del ritmo de contracción del crédito para compra de vivienda, segmento en el que el crecimiento de las nuevas operaciones se está viendo contrarrestado cada vez en menor medida por el volumen de amortizaciones.

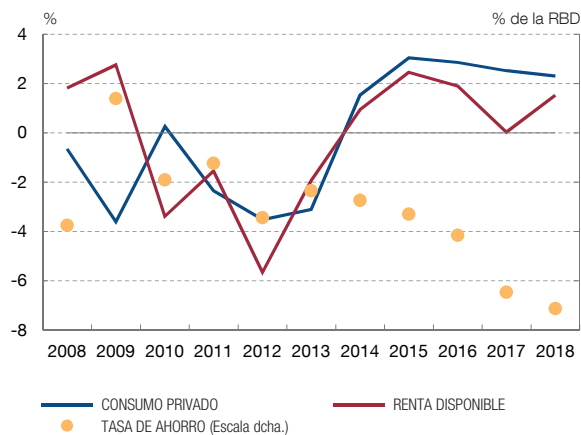
La mejora de la posición patrimonial de los hogares ayudó también a impulsar su gasto. El proceso de desendeudamiento de las familias españolas continuó en 2018, aunque a un ritmo más moderado que en años anteriores. Al cierre del ejercicio, la deuda del sector se situaba en el 59 % del PIB, 2 pp menos que un año antes y 26 pp por debajo del valor máximo alcanzado a mediados de 2010. Ese nivel está ya muy cercano (apenas 1 pp superior) al del promedio del área del euro (véase gráfico 1.13).

La riqueza neta de los hogares ha seguido elevándose. Esto ha sido consecuencia de la revalorización de los activos inmobiliarios, en un contexto en el que el precio medio de la vivienda aumentó un 6,7 % en 2018. Por el contrario, el valor del componente

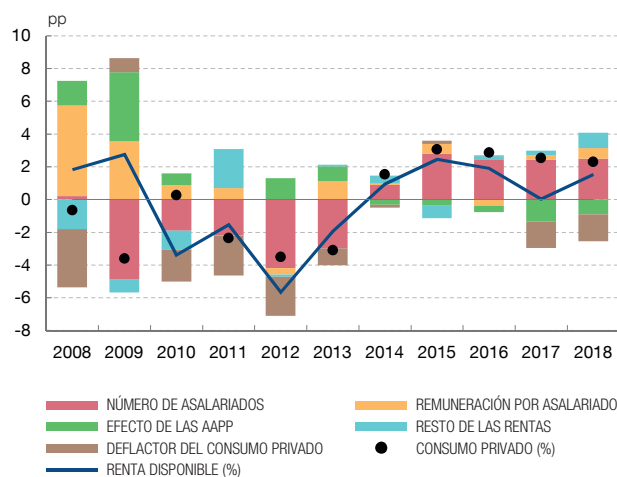
LA FORTALEZA DEL CONSUMO PRIVADO Y LA TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES, EN MÍNIMOS HISTÓRICOS

En 2018 se produjo un repunte del crecimiento de las rentas nominales de los hogares, al que contribuyeron el repunte salarial, la menor detracción de rentas por parte de las AAPP y las mayores rentas por dividendos. En términos reales, el crecimiento del consumo de las familias superó al de las rentas, lo que hizo que la tasa de ahorro registrara una nueva disminución, hasta su nivel más reducido de la serie histórica.

1 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y DE LA RENTA DISPONIBLE
Tasas de variación anuales en términos reales



2 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y DE LA RENTA DISPONIBLE
Contribuciones a la tasa de variación anual en términos reales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



financiero se redujo en términos tanto brutos como netos (esto es, una vez deducidas las deudas), lo que se debió, sobre todo, al descenso de las cotizaciones bursátiles (véase gráfico 1.13). Además, la mejora de la posición patrimonial agregada del sector encubre la existencia de algunos grupos de hogares más vulnerables.

Las rentas de las familias aumentaron significativamente su tasa de crecimiento en 2018. En términos nominales, la renta bruta disponible (RBD) de los hogares aumentó un 3,2 % en el conjunto del año, 1,6 pp más que en 2017 (véase gráfico 1.14). Dado que la inflación, medida por la tasa de variación del deflactor del consumo privado, fue, al igual que en 2017, del 1,6 %, la mayor pujanza de las rentas nominales se trasladó a las reales, que crecieron un 1,5 % el pasado año, frente a la tasa nula de 2017.

A este mayor vigor contribuyeron tanto las rentas laborales como las transferencias netas procedentes de las AAPP. La remuneración de asalariados mostró un notable dinamismo. En términos nominales, las rentas laborales aumentaron un 4,1 %, 0,5 pp más que en 2017, como resultado del mayor empuje de los salarios nominales (que crecieron un 0,8 %, 0,5 pp más que en 2017), pues, por el contrario, el empleo redujo su tasa de crecimiento (en 0,4 pp, hasta el 2,5 %). A la fortaleza salarial contribuyó el aumento de las retribuciones de los empleados públicos. Además, la revalorización de las pensiones aprobada en los Presupuestos

Generales del Estado a mediados del año pasado y, en menor medida, la elevación del umbral de tributación en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), es decir, el límite inferior de ingresos que determina una cuota positiva, dieron lugar a un incremento de la aportación de las transferencias corrientes netas de las AAPP a las rentas de los hogares.

El consumo privado siguió experimentando una notable fortaleza, similar a la del año anterior. En el contexto descrito de intensificación del ritmo de avance de los ingresos de los hogares, de mejora de su posición patrimonial y de condiciones financieras favorables, el gasto de estos agentes en bienes y en servicios de consumo creció en el conjunto de 2018 un 2,3 % en términos reales, tasa significativamente más elevada que la que se esperaba al inicio del año. En el transcurso de este, la confianza de los hogares tendió a experimentar un cierto deterioro, como consecuencia del empeoramiento de sus expectativas de desempleo y de su percepción acerca de la situación general de la economía en el futuro, así como de una menor intención declarada de realizar compras por un importe elevado en los meses venideros. De hecho, en el tramo final del año pudo observarse una pérdida de empuje del ritmo de adquisición de bienes duraderos, que pudo responder a causas diversas, que incluyen el posible impacto del deterioro de la confianza, el agotamiento del margen de reabsorción de la demanda embalsada de este tipo de bienes durante la crisis²⁰ y, en el caso de los automóviles, también algunos factores transitorios²¹.

Como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, la tasa de ahorro volvió a disminuir en 2018, aunque lo hizo de modo más suave que en 2017. La disminución de la tasa de ahorro el año pasado (de 0,6 pp) llevó a esta variable hasta el 4,9 % de la renta disponible, una de las más bajas de las economías de nuestro entorno (véase gráfico 1.14). El descenso de la tasa de ahorro, en combinación con la expansión del crédito al consumo, podría estar reflejando una excesiva asunción de riesgos por parte de algunos grupos de consumidores²².

La inversión en vivienda volvió a registrar un crecimiento elevado, aunque algo inferior al de los dos años anteriores. El avance de este componente de la demanda en 2018 fue del 6,9 %. La demanda, alentada por el buen comportamiento del empleo y por las condiciones de financiación favorables, ha seguido traducándose en aumentos significativos de las transacciones de vivienda —principalmente, usadas— y del número de visados de nuevos proyectos

20 Véanse González Mínguez y Urtasun (2015) y Banco de España (2017d).

21 En concreto, la entrada en vigor, en septiembre, de la normativa sobre emisiones contaminantes habría dado lugar a un descenso de la adquisición de automóviles en el tramo final del año, debido tanto a una cierta anticipación de las compras a los meses anteriores como a la reducción del volumen de vehículos ofertados que cumplieran con la nueva norma.

22 Véase Banco de España (2019e).

residenciales. Estos últimos se han visto impulsados también por la disminución de las existencias de viviendas nuevas sin vender (especialmente, en aquellas áreas geográficas donde el mercado ha mostrado un comportamiento más dinámico). En todo caso, el número de viviendas iniciadas se situó en 2018 en línea con la creación de nuevos hogares, evolución que contrasta con el momento álgido del ciclo inmobiliario anterior, cuando, en algunos años, la cifra del primero de estos flujos casi llegó a duplicar a la del segundo.

En este contexto de pujanza de la demanda de vivienda, ha proseguido la recuperación de los precios. El nivel alcanzado al final de 2018 se sitúa, en términos reales, un 23 % por encima del mínimo observado a finales de 2013 (véase cuadro 1.1). Este es todavía inferior en aproximadamente un 18% en relación con el máximo de 2007. La subida acumulada a lo largo de este período expansivo no ha conducido, por el momento, según los indicadores disponibles, a una situación de sobrevaloración apreciable²³. Por su parte, las rentas por alquileres han experimentado, a lo largo de la fase de recuperación, un aumento muy pronunciado, hasta alcanzar niveles que se sitúan significativamente por encima de los observados en el ciclo expansivo anterior.

La evolución del mercado de la vivienda presenta, en todo caso, una notable heterogeneidad regional. En concreto, la recuperación ha sido más intensa en Madrid, las comunidades del arco mediterráneo y los dos archipiélagos, áreas con mayores crecimientos de la actividad económica y mayor dinamismo poblacional²⁴. Frente a los aumentos significativamente más moderados de los promedios nacionales, en alguna de estas localizaciones los precios han avanzado casi un 50 % desde sus valores mínimos, las transacciones se han duplicado y la cifra de visados se ha triplicado.

El descenso del ahorro y el repunte de la inversión en vivienda se tradujeron en un aumento de las necesidades de financiación de los hogares. En términos netos, estas ascendieron al 1,2 % del PIB, ocho décimas más que un año antes, prolongándose por segundo año consecutivo la situación en que las familias son tomadoras netas de recursos financieros del resto de los sectores de la economía.

El ritmo de crecimiento de los recursos generados internamente por las empresas para financiar su gasto de inversión se desaceleró en 2018. Según los datos de Contabilidad Nacional, el excedente bruto de explotación (EBE) de las sociedades no financieras (SNF) redujo significativamente su dinamismo hasta crecer un 2 %, casi 5 pp menos que al cierre de 2017 (véase gráfico 1.15). Por su parte, la desaceleración del ahorro bruto empresarial fue todavía mayor, lo que se debió a un fuerte aumento de los pagos por el impuesto sobre sociedades.

23 Véase la sección 1.2.2 de Banco de España (2019e).

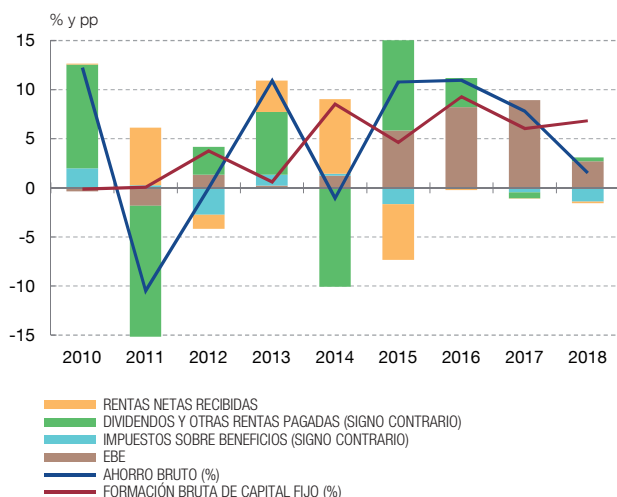
24 Véase Alves y Urtasun (2019).

Gráfico 1.15

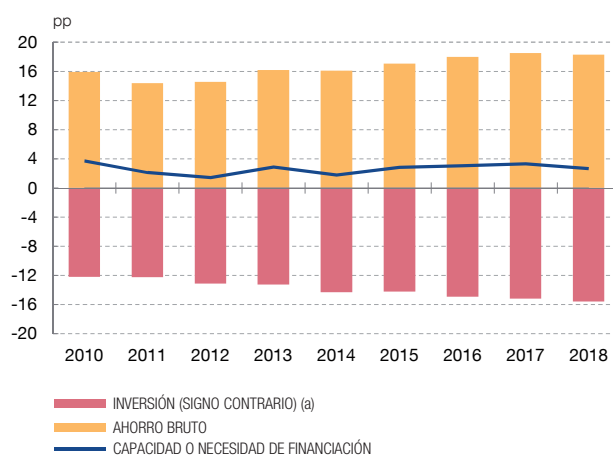
LA INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS SIGUIÓ VIÉNDOSE FAVORECIDA POR LA FORTALEZA DE LA DEMANDA FINAL, POR LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN FAVORABLES Y POR EL SANEAMIENTO EMPRESARIAL

La generación de recursos internos en las empresas se debilitó por el menor crecimiento del excedente de explotación y por un adelantamiento impositivo que podría quizás revertir en 2019. Esto condujo a un mayor recurso a la financiación ajena para financiar el gasto en inversión, y su fortaleza se mantuvo, dado el dinamismo de la demanda final.

1 AHORRO EMPRESARIAL Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
Crecimiento nominal y contribuciones



2 CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS
% del PIB



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye las transferencias de capital netas.

DESCARGAR



Como en el caso de los hogares, las condiciones de acceso de las empresas a la financiación ajena han continuado siendo muy holgadas, lo que ha actuado como soporte de la inversión de las SNF. El coste de la financiación empresarial se mantuvo en niveles muy reducidos, experimentando incluso ligeros descensos adicionales en el caso de los préstamos de menor importe, que, por lo general, coinciden con los otorgados a las pymes (véase gráfico 1.12). En cuanto a las cantidades, tanto la EPB como la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) indican que el acceso al crédito para las SNF mejoró durante el ejercicio. En la EPB más reciente (relativa al primer trimestre de 2019), las entidades crediticias preveían una estabilización de las condiciones de concesión de préstamos a las SNF. Asimismo, en la última edición de la SAFE (referida al período comprendido entre abril y septiembre de 2018), el porcentaje de empresas que citaron el acceso a la financiación como un factor de preocupación fue del 6 %, el valor más reducido desde que comenzara a elaborarse la encuesta, hace casi un decenio, si bien algunos otros resultados del estudio mostraban indicios de agotamiento de las mejoras²⁵.

²⁵ Véase Banco de España (2018p).

El volumen total de financiación externa captado por las SNF volvió a mostrar un nuevo avance. En conjunto, la financiación total a las empresas, procedente de la emisión de valores y del crédito otorgado por entidades tanto residentes como no residentes, intensificó su avance hasta el 2,2 % en febrero de 2019, frente al 0,4 % de diciembre de 2017 (véase gráfico 1.12). Esta evolución fue posiblemente la contrapartida del menor ritmo de crecimiento de los recursos generados internamente. En todo caso, pudieron observarse algunos cambios en la composición por instrumentos. En concreto, a pesar de la prevalencia de condiciones favorables, la demanda de nuevos préstamos y, por tanto, el crecimiento de las nuevas operaciones fueron muy moderados, resultando en una pequeña intensificación de la tasa de contracción del saldo crediticio total. Por el contrario, la financiación captada mediante la emisión de valores de renta fija ha seguido creciendo a un ritmo elevado, como reflejo de la continuación del proceso de desintermediación bancaria que se viene observando en los últimos años. Este aumento de la financiación mediante valores a expensas de la que tiene lugar a través del crédito habría continuado viéndose alentado por el programa de compra de deuda corporativa del BCE, puesto en marcha a mediados de 2016²⁶.

La situación patrimonial de las empresas ha seguido reforzándose como consecuencia de la continuación de su desendeudamiento, lo que también ha favorecido el buen comportamiento de la inversión. La prolongación en 2018 del esfuerzo de saneamiento financiero realizado por las empresas en los últimos años condujo, al cierre del ejercicio, a la ratio de endeudamiento hasta el 75 % del PIB, 43 pp por debajo de los máximos de mediados de 2010. En comparación con las empresas del conjunto del área del euro, la deuda de las españolas es ahora inferior en algo más de 3 pp. De todas maneras, como en el caso de los hogares, algunos segmentos de las empresas se encuentran en una situación de mayor fragilidad²⁷.

En el contexto descrito, la inversión empresarial habría crecido en 2018 un 4,5 % en términos reales²⁸. Con el trasfondo de la mejora de la posición patrimonial del sector, la evolución positiva de la rentabilidad y la persistencia de condiciones favorables de financiación, este agregado siguió registrando un comportamiento muy dinámico, acorde con la fortaleza de la demanda final. No obstante, en el último tramo del año pudo observarse un debilitamiento de este componente de la demanda, posiblemente vinculado al deterioro del contexto exterior. La fortaleza de la inversión de las SNF en el conjunto del año y el ligero retroceso de su ahorro no impidieron que el sector siguiera presentando capacidad de financiación y, por tanto, siendo prestamista neto (véase gráfico 1.15).

26 Véase Arce, Gimeno y Mayordomo (2017), que confirma estos efectos para el caso español.

27 Véase Banco de España (2019e).

28 La cifra proporcionada es una estimación del Banco de España, una vez descontados los efectos de algunas reclasificaciones contables, sin significado económico, entre las SNF y las AAPP, y teniendo en cuenta que la Contabilidad Nacional solamente considera la inversión de las sociedades en términos nominales.

3.3 La pérdida de empuje de la demanda externa

Frente a la fortaleza de la demanda interna, los flujos comerciales netos con el resto del mundo presentaron una desaceleración significativa en 2018. La pérdida de empuje de las exportaciones fue más marcada que la de las importaciones, lo que llevó a que la contribución del saldo neto exterior al crecimiento del producto se tornara negativa, por primera vez desde 2015, en una magnitud de 0,3 pp. En el resto de las principales economías del área del euro pudo observarse también, como se ha apuntado en la sección 2.2, un debilitamiento significativo de las exportaciones.

La notable moderación de las ventas al exterior, con una reducción de su tasa media de avance anual de 3 pp, hasta el 2,3 %, obedeció a varios factores. Tanto la debilidad de los mercados a los que van dirigidas las exportaciones españolas como los efectos de la apreciación cambiaria en el período 2017-2018 contribuyeron a explicar la ralentización de las ventas al resto del mundo observada en 2018 (véase gráfico 1.16). La pérdida de empuje de los mercados exteriores desempeña el papel más importante a la hora de explicar la moderación de las exportaciones. En 2018, los mercados exteriores de los bienes y servicios españoles crecieron un 3,1 %, 2 pp menos que el año anterior (véase gráfico 1.16). Además, la pérdida de dinamismo de esta variable fue más marcada que la de los flujos de comercio mundial, diferencia que se explica por los distintos pesos de las diversas áreas geográficas dentro de ambos agregados. En concreto, entre los mercados exteriores de España, los países de la UE, región cuyas importaciones experimentaron una moderación comparativamente mayor que la observada a escala global, suponen dos tercios del total. Además, la presencia entre los destinos de las exportaciones españolas de los mercados de Asia emergente, que son los que experimentaron un mayor sostenimiento en 2018, es muy inferior a su peso dentro del conjunto del comercio mundial.

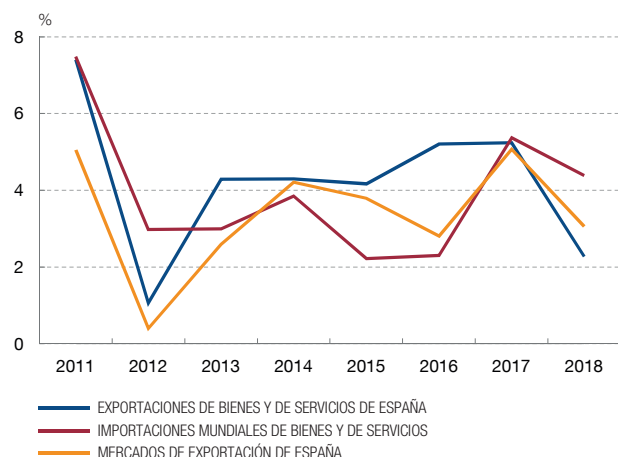
Además, la evolución del tipo de cambio del euro a lo largo del período 2017-2018 también tuvo un impacto negativo sobre el crecimiento de las exportaciones. Frente al conjunto de países desarrollados ajenos al área del euro, el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) de España registró en 2017 una apreciación que se concentró en la primera mitad del año y que ascendió, entre enero y diciembre, al 7,4 %. Ello dio lugar a una pérdida de competitividad, compensada solo en una pequeña proporción por el descenso de los precios y de los CLU relativos frente a esa agregación de países (véase gráfico 1.16). Ya en 2018, este TCEN experimentó una depreciación del 1,1 %, y contribuyó, por tanto, a mejorar la competitividad de la economía, efecto que se vio reforzado por la evolución favorable de los precios y de los CLU relativos frente a esa agregación de países.

El efecto desfasado de la apreciación observada en 2017 tuvo un impacto negativo significativo sobre las ventas al exterior en 2018. De acuerdo con el Modelo Trimestral del Banco de España, los efectos sobre los flujos comerciales de

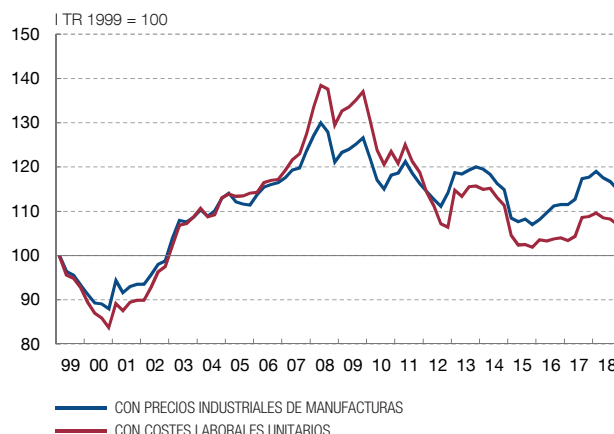
LAS EXPORTACIONES EXPERIMENTARON UNA DESACELERACIÓN SIGNIFICATIVA

El crecimiento de las ventas al exterior fue notablemente inferior al de años pasados. Esto se debió, en parte, a que los mercados a los que las exportaciones españolas van dirigidas ralentizaron su crecimiento en mayor medida que los mercados mundiales. El escaso dinamismo de las exportaciones se debió también a la pasada apreciación del euro, que resultó en una pérdida de competitividad frente a los países ajenos a la UEM, ante los cuales, por el contrario, prosiguió la corrección de los CLU. Por otro lado, la cifra de empresas que exportan durante al menos cuatro años consecutivos siguió creciendo a buen ritmo, lo que constituye una nota positiva para el futuro.

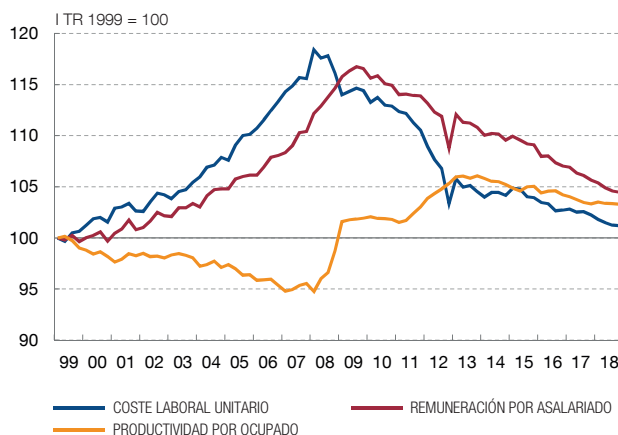
1 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES
Tasas de variación en términos reales



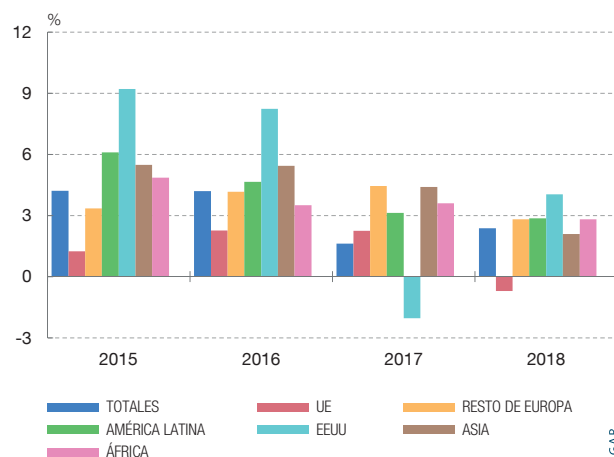
2 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS
SIN EURO



3 COSTES LABORALES UNITARIOS DE LA ECONOMÍA TOTAL
RELATIVOS. ESPAÑA/UEM
Niveles relativos



4 EMPRESAS EXPORTADORAS REGULARES (a)
Tasas de variación



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística, ICEX y Banco de España.

a Los exportadores regulares son aquellos que han exportado en el año de referencia y en cada uno de los tres inmediatamente precedentes.

DESCARGAR

una apreciación del TCEN frente a los países desarrollados se materializan con un cierto retraso. Además, la apreciación nominal ha sido mayor y más persistente cuando el TCEN se calcula frente a agregados de países que incluyen economías emergentes. Así, el TCEN frente a un conjunto de 38 países ajenos al área del euro no solo se apreció a lo largo de 2017 —en un 6,7 %—, sino que lo hizo en un 5 % adicional entre enero y diciembre de 2018.

En 2018 volvió a observarse una cierta mejora de la competitividad de la economía española con respecto al resto de los países miembros del área del euro. La ganancia fue del 1,1 % cuando se mide con los CLU relativos del total de la economía (véase gráfico 1.16), y de más del 1,7 % en términos de los del sector manufacturero. No obstante, la mejora de los indicadores de competitividad no se tradujo, con la información disponible, en un aumento de la cuota en los mercados de la UEM, que permaneció estable tras los incrementos de los dos años precedentes (lo que probablemente se debió a la competencia de los países ajenos al área cuyas monedas se depreciaron).

Por lo que respecta al comercio de bienes, los efectos de la apreciación cambiaria contribuyen a explicar que la desaceleración de las ventas al resto del mundo fuera especialmente acusada en los mercados extracomunitarios. De hecho, la información disponible apunta a que el crecimiento de las exportaciones de bienes destinadas a países ajenos al área del euro habría sido menor en el caso español que en el de las restantes economías de mayor tamaño de la UEM, en consonancia con el peso comparativamente mayor dentro de los mercados españoles de aquellos que se desaceleraron más. Una explicación complementaria sería la especialización exportadora de la economía española en productos de contenido tecnológico medio-bajo, lo que implicaría una sensibilidad comparativamente más elevada de los volúmenes ante un deterioro de la competitividad-precio.

Por tipo de producto, destaca la contribución negativa de las exportaciones de automóviles a la desaceleración de las exportaciones totales de bienes. Las ventas de coches (cuyo principal destino es la UE, con un 86 % del total, en términos nominales) y de productos intermedios relacionados con el automóvil se vieron condicionadas negativamente en la segunda mitad del año por la nueva normativa europea de emisiones contaminantes, perturbación de naturaleza predominantemente transitoria, pero más persistente de lo anticipado inicialmente. En el medio y el largo plazo, la evolución de la producción y las exportaciones de este tipo de bienes están sujetas a las incertidumbres que se derivan de los cambios tecnológicos actualmente en curso en el sector, en la medida en que puedan dar lugar a decisiones de modificación en la localización de la producción.

La ralentización de las exportaciones fue especialmente apreciable en el caso de los servicios turísticos. En términos reales, la tasa de crecimiento del turismo no residente, que en el período 2016-2017 se situó en torno al 9 % anual, se redujo hasta el 1,7 % en 2018, con un avance de las llegadas de visitantes foráneos que por primera vez en seis años fue inferior al del flujo total de turistas mundiales. Uno de los factores que explican esta pérdida de dinamismo es la progresiva normalización de la situación geopolítica de los destinos competidores de la cuenca del Mediterráneo. La ralentización observada obedecería también al debilitamiento de la actividad económica en los principales países de origen de la UEM, al encarecimiento

del precio del petróleo (con el consiguiente aumento de los costes de transporte) y a la apreciación del euro frente a las monedas de algunos de los países de origen. Por otra parte, el crecimiento del número de turistas fue inferior al que presentaron sus niveles de gasto, lo que sugiere que los servicios vinculados a precios más elevados habrían ganado peso frente al segmento de bajo coste (probablemente, debido a que la mencionada recuperación de otros destinos mediterráneos se ha sustentado sobre este último). En todo caso, según los indicadores más recientes, las exportaciones de servicios turísticos habrían mostrado una cierta mejoría en el tramo final de 2018 y al inicio de 2019.

Los servicios no turísticos mantuvieron un notable dinamismo. Su tasa de avance fue, como en 2017, del 4,5 %, consolidándose así la tendencia de notable expansión que este componente ha registrado desde 2008 y que se ha visto favorecida por la confluencia de diversos factores de carácter estructural, en su mayor parte comunes al resto de las economías avanzadas. Entre ellos destacan los avances tecnológicos en los ámbitos de la información y las comunicaciones (lo que reduce las barreras a la provisión transfronteriza de servicios) y de la terciarización de la actividad. En el ámbito interno, habrían contribuido, además, las ganancias de competitividad observadas tras la crisis y el proceso de búsqueda de nuevos mercados por parte de las empresas²⁹.

En contraste con la moderación del dinamismo de las exportaciones, el proceso de internacionalización del tejido productivo se prolongó en 2018. Así, tanto el número de empresas que venden regularmente al resto del mundo, definidas como aquellas que lo han hecho durante al menos cuatro años consecutivos, como el número total de exportadores aumentaron a un ritmo algo superior al registrado en 2017, aunque más reducido que el de los años previos (véase gráfico 1.16). La mayor fortaleza de la demanda interna, que podría haber reducido los incentivos a la expansión en mercados exteriores, unida a la disminución del ritmo de ganancias de competitividad-coste con respecto a las primeras fases de la actual recuperación, podrían haber contribuido a la moderación del ritmo de crecimiento internacional de las empresas españolas en el último bienio. Por otra parte, la diversificación geográfica de los exportadores regulares se incrementó en 2018, gracias al aumento registrado en los mercados de fuera de la UE.

La incertidumbre relativa a la salida del Reino Unido de la UE parece haber tenido por el momento un impacto contenido sobre los flujos comerciales bilaterales entre esa economía y España. Desde 2016, año de la celebración del referéndum de salida de la UE, se ha producido un estancamiento de las exportaciones españolas a la economía británica, en términos nominales, en contraste con la senda de elevados crecimientos en los cuatro años previos. No obstante, puesto que el

29 Véase Banco de España (2018a).

período transcurrido desde el referéndum ha coincidido con una etapa de depreciación de la libra no es sencillo discernir el origen del menor dinamismo de las exportaciones en términos nominales. Este podría deberse a una reducción de precios en euros originada por el deseo de los exportadores de mantener sus volúmenes, o bien a un descenso de las cantidades reales motivado por su encarecimiento en libras o incluso por las consecuencias de la salida de la UE sobre las decisiones empresariales de comerciar. Adicionalmente, en la segunda mitad de 2018, la evolución de las exportaciones al Reino Unido se ha visto afectada por la perturbación idiosincrásica que la nueva norma de emisiones contaminantes ha supuesto sobre la producción y la venta de automóviles, capítulo que representa casi un 20 % del total de ventas nominales a la economía británica. A futuro, el potencial impacto negativo del *brexit* sobre el tejido empresarial español puede verse amortiguado porque las empresas que comercian con el Reino Unido presentan en promedio una diversificación geográfica más elevada y unos niveles de eficiencia mayores³⁰.

El ritmo de avance de las importaciones también se moderó en 2018 con cierta intensidad. En concreto, el crecimiento de las compras al resto del mundo fue del 3,5 %, 2,1 pp menos que en 2017. La desaceleración se concentró en las importaciones de bienes, que crecieron un 2,5 %, 3,3 pp menos que en 2017. Como viene ocurriendo a lo largo de la recuperación, las importaciones crecieron algo por debajo de su relación histórica con la demanda final (véase gráfico 1.17)³¹. Además, dado el crecimiento de la demanda final, el avance de las importaciones fue menos intenso que en 2017. Esto se explicaría posiblemente por la pérdida de vigor de las exportaciones, cuyo contenido importador no solo es el más elevado de entre todos los componentes de demanda, sino que además ha tendido a aumentar recientemente.

Como resultado de la evolución desfavorable de los flujos reales con el resto del mundo y del deterioro de la relación real de intercambio, el superávit exterior volvió a reducirse en 2018. En concreto, la capacidad de financiación de la economía se situó en el 1,5 % del PIB, cifra que es 0,7 pp inferior a la de 2017 y que supone, junto con el registrado en 2014, el valor más reducido de la actual fase expansiva. Esta disminución del saldo positivo de la cuenta del resto del mundo, debida al descenso del superávit de bienes y de servicios, resulta coherente a grandes rasgos tanto con el hecho de que la demanda final en España haya seguido creciendo a un ritmo más elevado que la demanda procedente de los mercados de exportación como con el alza del precio del petróleo en el promedio del año.

Desde la perspectiva de las distintas rúbricas de la cuenta del resto del mundo, destaca la ampliación del déficit de bienes energéticos. Esta evolución, que es consecuencia del encarecimiento del precio del petróleo, explica casi un 60 % del retroceso total del superávit exterior desde comienzos de 2017 (véase

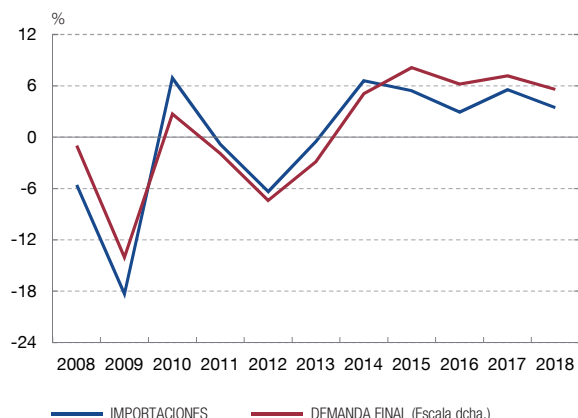
30 Véase Vega (2019).

31 Véase Banco de España (2017c).

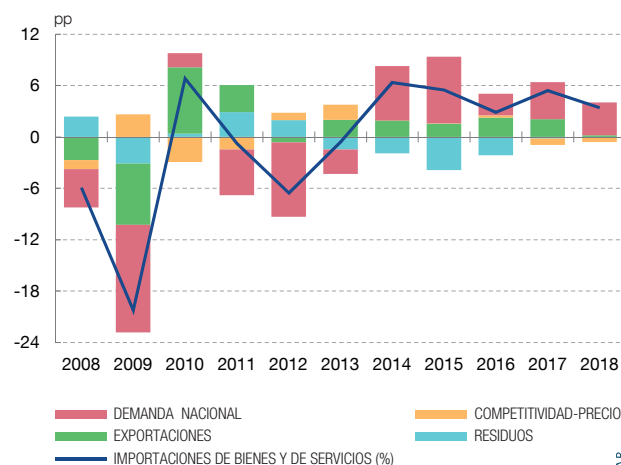
Gráfico 1.17

LAS IMPORTACIONES SE RALENTIZAN, COMO CONSECUENCIA, EN PARTE, DEL MENOR IMPULSO DE LA DEMANDA FINAL

El menor crecimiento de la demanda final, debido a la pérdida de vigor de las exportaciones, se tradujo en un menor ritmo de avance de las compras al exterior. En todo caso, el aumento de las importaciones fue inferior al que dictaría su relación histórica con la demanda final.

1 IMPORTACIONES Y DEMANDA FINAL
Tasas de variación

2 IMPORTACIONES TOTALES: CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIONES (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a A partir de la ecuación de importaciones del modelo satélite del sector exterior del Banco de España.



gráfico 1.18). En concreto, la factura energética neta de la economía española se incrementó en 0,3 pp del PIB en 2018 (y en 0,7 pp en el último bienio). El encarecimiento del crudo motivó que casi la mitad del deterioro observado haya resultado de los intercambios frente a los países pertenecientes a la OPEP, de los que procede el grueso de las compras de petróleo. En cualquier caso, el déficit energético ha tendido a mantenerse por debajo del observado en los años previos a la crisis, cuando los niveles de precios del petróleo eran similares a los actuales, como consecuencia de la mejora de la eficiencia energética de la economía española³². Por su parte, el saldo del comercio exterior de bienes no energéticos se redujo en 0,4 pp en 2018, pasando a ser ligeramente deudor. Desde una perspectiva temporal más dilatada, el saldo conjunto de bienes no energéticos y de servicios ha mostrado un comportamiento muy estable desde finales de 2015, descendiendo solo 0,4 pp del PIB, a pesar del dinamismo de la expansión de la economía española.

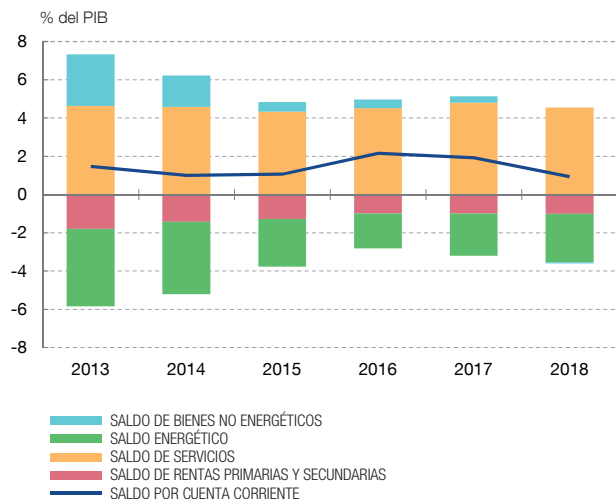
El saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) sigue siendo muy elevado. En concreto, a finales de 2018 la PII neta deudora ascendía al 77 % del PIB (véase cuadro 1.1), mientras que la deuda externa bruta se situó en el 167 % del PIB. A pesar de la reducción de la PII neta deudora de 23 pp desde el máximo alcanzado en 2014, su nivel sigue constituyendo un foco de vulnerabilidad, por lo

32 Véase Banco de España (2018ñ).

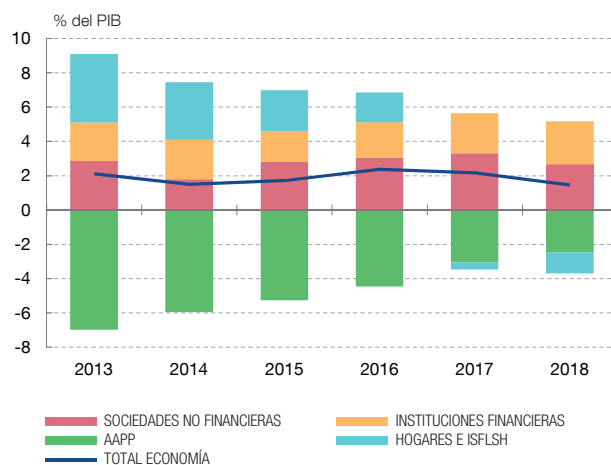
EL SUPERÁVIT EXTERIOR SE MODERA

El superávit por cuenta corriente se redujo en 2018, como resultado de la evolución desfavorable del saldo tanto de los bienes energéticos como de los no energéticos y de los servicios. Desde la perspectiva de los agentes, se explica por el empeoramiento de los saldos de familias y de empresas, contrarrestado en parte por la mejora del déficit público.

1 EVOLUCIÓN DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE



2 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR SECTORES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

DESCARGAR



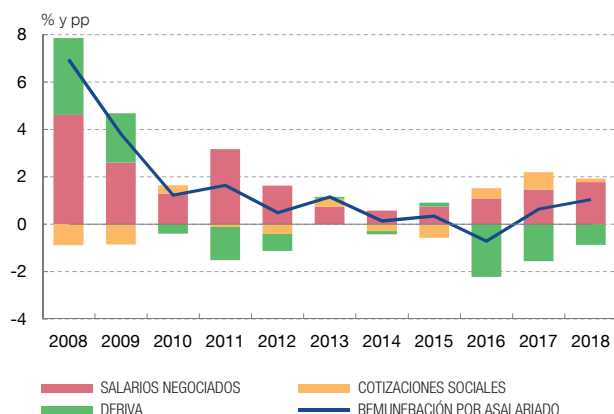
que continúa siendo necesario mantener superávits exteriores holgados durante un período prolongado. No obstante, concurren una serie de circunstancias que moderan los riesgos asociados a esta posición deudora externa. En primer lugar, la inversión en cartera y otra inversión —cuyos flujos son más susceptibles de sufrir ajustes bruscos como consecuencia de los cambios en el sentimiento de los mercados— ha reducido su peso en la PII neta desde un máximo del 45 % en 2006 hasta el 35 % al final de 2018, a expensas del aumento de la participación de la inversión directa. En segundo lugar, el desglose por sector institucional de la PII muestra cómo el peso predominante corresponde al sector público, cuyos instrumentos presentan menor riesgo de refinanciación y de liquidez y tienen un vencimiento a más largo plazo, mientras que el sector privado residente tan solo asume el 19 % del total. En todo caso, en la medida en que la mayor parte de los pasivos externos netos de la economía recaen en las AAPP, resulta fundamental reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas para reducir la exposición ante episodios de aversión inversora al riesgo y, por tanto, la posibilidad de reversión en los flujos de financiación externa recibidos.

Las perspectivas acerca de la intensidad de corrección del elevado endeudamiento exterior se han tornado algo menos favorables. La reducción de la capacidad de financiación de la economía, unida a los indicios de cierto agotamiento del proceso de ganancia de competitividad observado desde el inicio de la recuperación, apunta a la posibilidad de que el ritmo de disminución de la PII deudora neta pueda ser algo menor en el futuro. Desde la perspectiva de las ventas

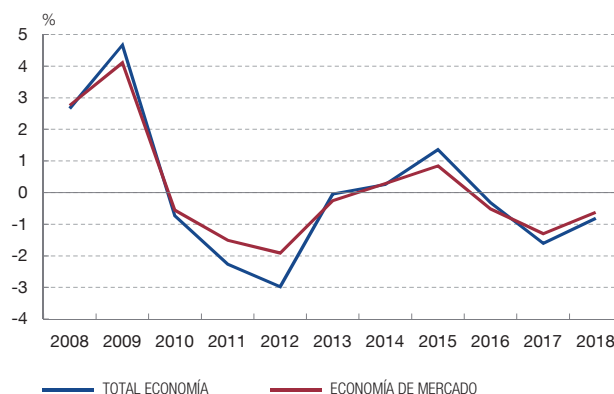
LA REMUNERACIÓN POR ASALARIADO VOLVIÓ A EXPERIMENTAR UN CRECIMIENTO MODESTO

Los salarios negociados en convenio se aceleraron moderadamente, pero la contribución de la deriva salarial al crecimiento de la remuneración por asalariado volvió a ser negativa, como reflejo, entre otros factores, del menor nivel retributivo de los nuevos entrantes a la situación de empleo. Además, los salarios, en términos reales, volvieron a retroceder en 2018.

1 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO EN LA ECONOMÍA DE MERCADO
Crecimiento y contribuciones de los salarios negociados, deriva y cotizaciones sociales



2 SALARIOS REALES (a)
Tasas de variación anual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El salario nominal es la remuneración por asalariado de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR). El deflactor del salario nominal es el índice de precios de consumo (IPC).

DESCARGAR



al resto del mundo, el superávit exterior se vería beneficiado, a futuro, desde el ángulo de los productos, por un aumento de las exportaciones de las ramas de elevado contenido tecnológico, que son las que aportan más valor añadido y en las que la principal vía de competencia no es a través de los costes laborales, sino por medio de la innovación y del capital humano, y, desde el punto de vista geográfico, por la expansión en los destinos que crecen con más intensidad, como los asiáticos.

3.4 Las presiones inflacionistas siguieron siendo muy modestas en el último año

En 2018 se atenuó la pauta de moderación salarial observada desde 2014. En el sector privado, la remuneración por asalariado se elevó un 1 %, 0,4 pp más que en 2017 y 0,9 pp por encima del promedio del período 2014-2017 (véase gráfico 1.19). Este repunte, de magnitud algo superior al registrado en el conjunto de la economía, descansó en los mayores incrementos salariales pactados en la negociación colectiva, que, por lo que respecta a los convenios de nueva firma, se vieron influenciados por el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el trienio 2018-2020 que los agentes sociales adoptaron en julio del pasado año. En concreto, el incremento salarial recogido en los convenios de nueva firma fue del 2,1 %, en línea con las subidas en el entorno del 2 % anual, más un componente variable adicional, de hasta un 1 %, que promueve el AENC. Esta

tendencia a una aceleración salarial ha continuado en los meses iniciales de 2019 por lo que se refiere a los convenios revisados, esto es, los que fueron firmados en años anteriores, que registran incrementos medios del 2,2 %, en tanto que la información disponible acerca de los convenios de nueva firma es todavía escasa.

La remuneración media por asalariado continuó viéndose aminorada por una deriva salarial negativa. Como en años anteriores, esta se explica, fundamentalmente, por los efectos composición negativos resultantes del menor nivel salarial de los nuevos empleos creados en comparación con los previamente existentes³³. En todo caso, la magnitud de la deriva disminuyó por segundo año consecutivo y, en el futuro, se espera que continúe moderándose.

De cara al futuro, cabe esperar que se prolongue la evolución paulatinamente más expansiva de los salarios. La prolongación de la expansión económica se está traduciendo en una progresiva recuperación del empleo y en una ampliación gradual de la brecha de producción positiva, lo que, en unión de las recomendaciones del AENC, favorece las perspectivas de continuación del repunte salarial.

Al inicio de 2019 entró en vigor un incremento del salario mínimo interprofesional (SMI) del 22,3 %, hasta los 900 euros (en 14 pagas), lo que representa un aumento porcentual muy superior a cualquiera de los aprobados con anterioridad. Debido precisamente a la magnitud de la subida, la medida afectaría a una proporción de trabajadores mucho mayor que en ocasiones pasadas. En concreto, un 6 % del total de asalariados percibían en 2018 una retribución igual o inferior al SMI vigente desde el 1 de enero de 2019, proporción que se eleva hasta el 22,4 % en el caso de los nuevos entrantes en el mercado de trabajo. La incidencia es, además, especialmente elevada en determinados segmentos de la población (en concreto, mujeres, jóvenes, trabajadores con menor nivel de formación y empleados con contrato temporal). Una simulación del impacto potencial de este incremento del SMI utilizando las estimaciones realizadas sobre la base del aumento del 8 % de 2017 sugiere que el efecto negativo sobre la ocupación agregada podría ser claramente superior al observado en esa ocasión³⁴. Por ello, es preciso realizar un seguimiento estrecho del impacto de la subida del SMI, al objeto de aplicar, en caso necesario, las medidas oportunas para aumentar la empleabilidad de los trabajadores que se vean afectados.

Los mayores incrementos salariales registrados en 2018 se tradujeron, dado el mantenimiento de avances reducidos de la productividad, en una aceleración progresiva de los CLU. En concreto, los CLU aumentaron, en la economía de mercado, un 0,6 % en el promedio de 2018, y un 1,1 % en el cuarto trimestre, prolongándose, de este modo, la senda ascendente que esta variable viene

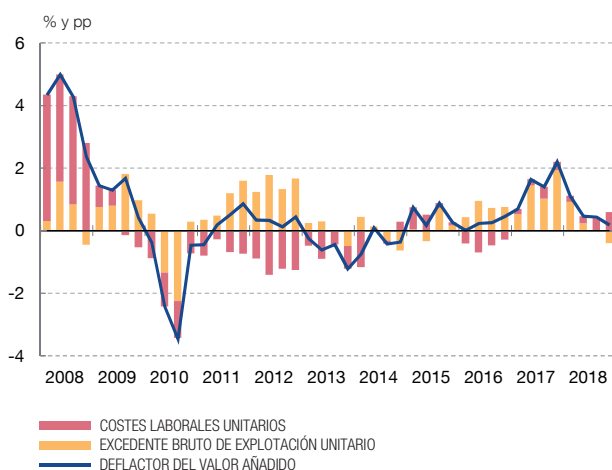
³³ Véase Banco de España (2018e).

³⁴ Véase Lacuesta, Izquierdo y Puente (2019).

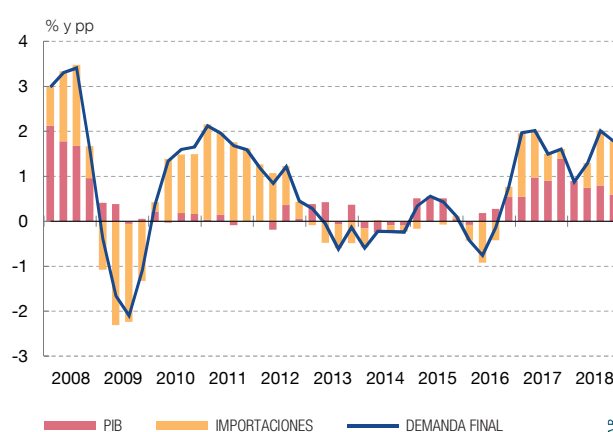
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INTERIORES Y EXTERIORES

El deflactor del valor añadido de la economía de mercado volvió a registrar una tasa de avance reducida, con un perfil decreciente a lo largo del año, debido a la disminución del excedente unitario, ya que los CLU se aceleraron. El crecimiento del deflactor de la demanda final se moderó ligeramente en la media del año por la ralentización de los precios tanto interiores como exteriores (medidos, respectivamente, por los deflactores del PIB y de las importaciones).

1 DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO
Aportaciones al crecimiento interanual



2 DEFLACTOR DE LA DEMANDA FINAL
Aportaciones al crecimiento interanual



DESCARGAR



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

presentando desde mediados de 2016 (véase gráfico 1.20). A futuro, es previsible que esta tendencia creciente se acentúe, en un contexto de mantenimiento de avances reducidos de la productividad y de repunte del crecimiento salarial.

Los precios interiores avanzaron nuevamente a tasas moderadas. En concreto, el deflactor del valor añadido de la economía de mercado, que constituye una medida de las presiones inflacionistas internas, se desaceleró en 1 pp, hasta el 0,5 %. Su incremento fue, por tanto, inferior al de los CLU, de modo que los márgenes empresariales habrían mostrado una pequeña contracción, la segunda mayor desde antes de la crisis³⁵. Por su parte, la tasa de crecimiento del deflactor de las importaciones fue relativamente elevada —del 3,1 %—, tasa muy similar a la registrada en 2017, cuando, como en 2018, su evolución se vio también muy condicionada por el severo incremento del precio del petróleo en euros (superior al 20 % en cada uno de esos años, en términos de las tasas medias anuales).

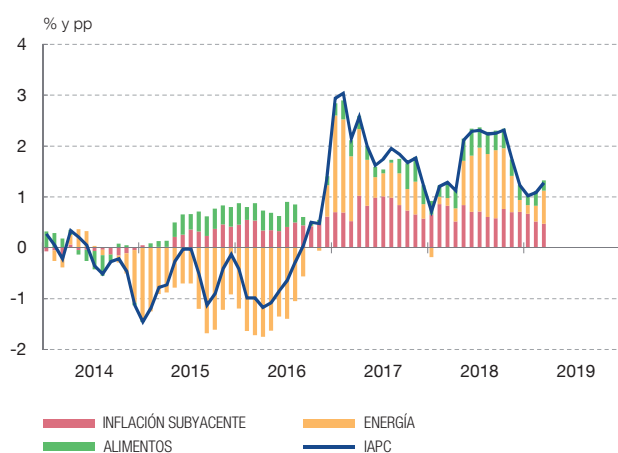
El deflactor de la demanda final y los precios de consumo mostraron una aceleración en el transcurso de 2018, que se corrigió en el tramo final del año. Como resultado de la evolución de los componentes externo e interno del proceso

35 Véase Banco de España (2018f).

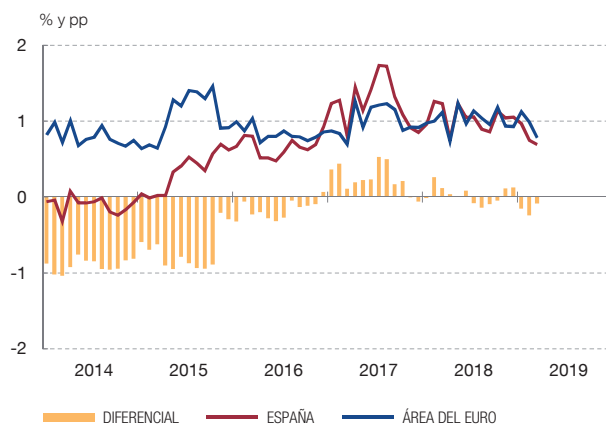
LOS PRECIOS DE CONSUMO EXPERIMENTARON FUERTES OSCILACIONES, MIENTRAS QUE LA INFLACIÓN SUBYACENTE SE HA MANTENIDO EN NIVELES REDUCIDOS

La tasa media anual del IAPC (1,7 %) encubre una trayectoria de fuertes oscilaciones por la evolución del precio del petróleo. La desaceleración de la inflación subyacente respecto a 2017 se debió al comportamiento del componente de servicios, de modo que el diferencial con la zona del euro fue cero en promedio anual.

1 IAPC. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



2 INFLACIÓN SUBYACENTE: EVOLUCIÓN EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



inflacionista, el deflactor de la demanda final aumentó un 1,5 % en 2018, tres décimas menos que en 2017 (véase gráfico 1.20). El crecimiento de los precios de consumo, medido por la tasa de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), fue muy similar, del 1,7 % (e, igualmente, 0,3 pp menor que el de 2017) (véase gráfico 1.21). En todo caso, como en los dos años previos, esta tasa media anual encubre una trayectoria marcada por fuertes oscilaciones, vinculadas, fundamentalmente, a la evolución del precio del petróleo. Así, la senda de desaceleración que se prolongó a lo largo de 2017 culminó en enero de 2018 en un mínimo del 0,7 % interanual. A partir de ahí, el IAPC mostró ritmos de avance crecientes durante la mayor parte del pasado año, tendencia que, en línea con la evolución de su componente energético, volvió a invertirse a partir de noviembre. En marzo de 2019, el IAPC aumentó un 1,3 %.

La inflación subyacente se ha mantenido en niveles reducidos, ligeramente inferiores incluso, en media, a los registrados en 2017. A pesar de la ampliación gradual de la brecha de producción positiva, que *a priori* debería haber inducido una intensificación de las presiones inflacionistas internas, la tasa de variación del componente subyacente —medido por el IAPC sin energía ni alimentos— osciló a lo largo de 2018 en torno al 1 %, cifra algo menor que la registrada en 2017, cuando, en promedio, se situó en el 1,2 %. Esta desaceleración se debió al comportamiento del componente de servicios, que creció un 1,6 %, 0,2 pp menos que un año antes, evolución que, dada la elevada intensidad en el uso del factor trabajo en este sector,

contrasta con el repunte de los CLU. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos siguieron presentando un avance muy modesto, del 0,1 % (al igual que en 2017). A futuro, se espera que la inflación subyacente repunte, al compás de la ampliación gradual de la brecha de producción positiva y de la aceleración reciente y prevista de los CLU. En todo caso, estas perspectivas de aumento de la inflación están sometidas a un grado elevado de incertidumbre, por los motivos que se desarrollan en detalle en el capítulo 2 de este Informe.

El diferencial de inflación entre España y la zona del euro, medido por el IAPC, se situó, en promedio anual, en valores nulos. En 2017, el diferencial había sido de 0,5 pp, impulsado, sobre todo, por la elevación del precio del crudo (con mayor incidencia sobre los precios finales de los combustibles en España por las diferencias entre las dos áreas en las cargas impositivas sobre este producto) y por el encarecimiento de la electricidad. En 2018, la senda del diferencial estuvo muy correlacionada con la evolución del precio del petróleo, siendo negativa al principio y al final del año, y positiva en los dos trimestres centrales de este. En el promedio anual fue cero, tanto en el caso de la tasa de variación del indicador general como en términos de la inflación subyacente (véase gráfico 1.21).

4 Algunos factores determinantes para la prolongación de la actual fase alcista

4.1 Los soportes clave de la recuperación

Diversos procesos puestos en marcha durante la primera mitad de esta década propiciaron la recuperación actual. En primer lugar, el sector privado ha llevado a cabo un intenso proceso de desendeudamiento desde 2010. Como resultado de este, la ratio de deuda sobre PIB de los hogares y de las sociedades no financieras se había reducido en cerca de 70 pp hasta finales de 2018, hasta situarse algo por debajo del promedio del área del euro, lo que ha permitido un notable saneamiento de la posición patrimonial de estos agentes. En segundo lugar, el sistema bancario español ha experimentado una reestructuración profunda. El ajuste de capacidad instalada, junto con la disminución de la morosidad, ha tenido un impacto positivo sobre las ratios de capital y la cuenta de resultados de las entidades de crédito. Por último, y a pesar de que la posición deudora de inversión internacional de España sigue siendo elevada, esta se ha corregido gracias a los superávits externos de los seis últimos años, un elemento distintivo frente a los déficits exteriores que habían caracterizado las anteriores fases alcistas del ciclo.

Un conjunto de políticas adoptadas a nivel tanto europeo como nacional desde los primeros años de la década actual permitieron reformar la arquitectura institucional del área del euro e impulsar la recuperación de la economía

española. En el ámbito institucional europeo, cabe resaltar la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), como instrumento de resolución de las crisis financieras en el seno del área del euro, y el lanzamiento de la Unión Bancaria Europea con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y, posteriormente, el Mecanismo Único de Resolución (MUR). El BCE también emprendió acciones relevantes para reducir la segmentación en los mercados financieros. En el ámbito nacional, destacan el inicio del proceso de consolidación fiscal y las sucesivas reformas del sistema de pensiones para hacerlo más sostenible a largo plazo. Asimismo, en el mercado de trabajo se flexibilizó la contratación y se introdujeron elementos para facilitar el ajuste de las condiciones laborales a las circunstancias de las empresas, lo que contribuyó a la mejora de su competitividad y a la recuperación del empleo.

A estos factores hay que añadir las políticas de demanda y ciertos factores de naturaleza previsiblemente más transitoria, los denominados «vientos de cola», que confirieron una mayor intensidad a la recuperación. En el ámbito de las políticas de demanda, el BCE ha desplegado desde 2012 un conjunto amplio de instrumentos convencionales y no convencionales para dotar de una orientación muy expansiva a su política monetaria. Por su parte, a partir de 2015, la política fiscal abandonó su carácter contractivo, de forma que las reducciones del déficit público desde entonces han obedecido fundamentalmente a la mejora cíclica de la economía y al retroceso en el gasto de intereses. El descenso del precio del petróleo en 2014-2015 y el buen comportamiento de los mercados exteriores en 2017 constituyeron impulsos externos adicionales relevantes en el período de recuperación³⁶.

En conjunto, estos factores han propiciado que la economía española creciera en 2018, por quinto año consecutivo, por encima de su tasa potencial. La actividad, medida por el PIB real, ha superado ya el nivel máximo alcanzado antes de la crisis —en 2007— en un 4,3 %, y se ha retomado el proceso de convergencia al nivel de renta per cápita del promedio de la UEM. Sin embargo, y a pesar de la intensiva creación de puestos de trabajo que se ha registrado desde 2014, el número de ocupados es todavía inferior en 1,4 millones al de 2008 y la tasa de desempleo sigue siendo muy elevada.

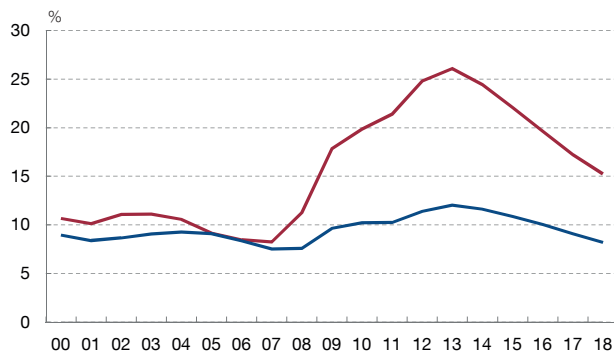
A lo largo de la fase de recuperación se han puesto las bases para un crecimiento más equilibrado, con la consiguiente mejora de la capacidad de resistencia ante posibles perturbaciones futuras. La confluencia de todos los factores mencionados anteriormente facilitó la recuperación de la confianza de los agentes económicos en el conjunto de la UEM y, en particular, en España, país que sufrió de forma más severa la recesión que el promedio de las principales economías del euro. Así, desde 2013, la demanda agregada ha crecido a un ritmo mayor que en esos otros países y la elevada tasa de desempleo se ha reducido de forma muy significativa. Además, la estructura productiva ha experimentado una

³⁶ Para una cuantificación de los vientos de cola en 2014-2016, véase Banco de España (2017a).

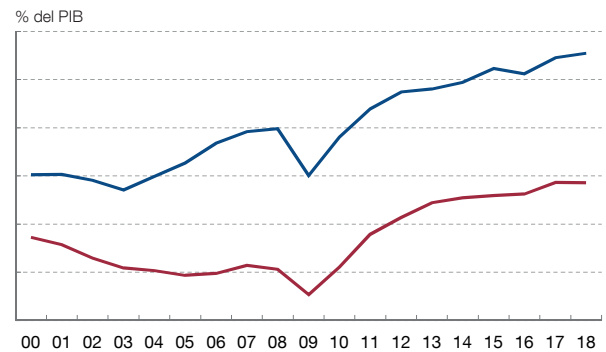
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA HA SENTADO LAS BASES DE UN CRECIMIENTO MÁS EQUILIBRADO

La elevada tasa de desempleo se está reduciendo de forma muy significativa; el peso de las exportaciones en el PIB se ha incrementado en más de 10 pp desde la crisis; la recuperación de la inversión en bienes de equipo ha sido más intensa que la del conjunto del área del euro, y el peso de la inversión en construcción está en línea con el de los países de nuestro entorno.

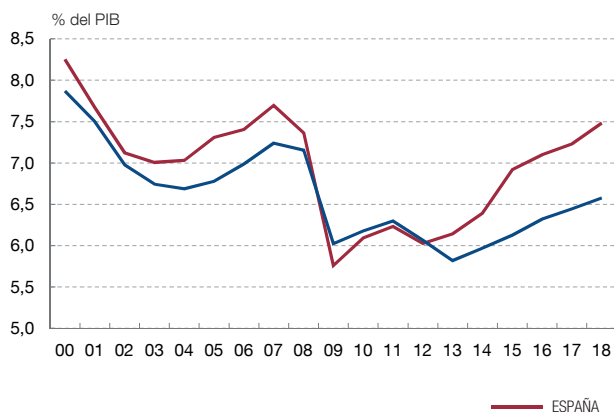
1 TASA DE PARO



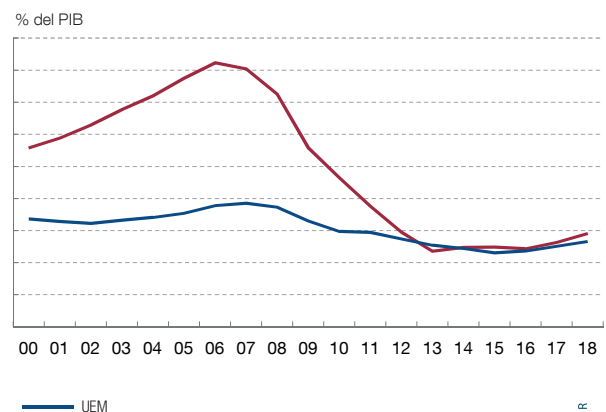
2 EXPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS



3 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN BIENES DE EQUIPO



4 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN CONSTRUCCIÓN



DESCARGAR



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

transformación notable, con un aumento significativo del peso de las exportaciones y de la inversión en equipo en el PIB y con una reducción de la participación del sector de la construcción (véase gráfico 1.22).

No obstante, el empeoramiento del entorno exterior observado a lo largo de 2018 y principios de 2019 está afectando negativamente al ritmo y, sobre todo, a la composición de la demanda agregada. Como se ha desarrollado en la sección 2, a lo largo del pasado año se debilitaron el comercio y la actividad mundiales, a lo que cabe añadir, en el área del euro, la materialización de diversas perturbaciones idiosincrásicas que recayeron sobre determinados sectores y países y que incidieron negativamente sobre la confianza de los agentes. En España, como se ha expuesto en la sección 3, la desaceleración del comercio, la apreciación del

tipo de cambio y la menor fortaleza de los flujos turísticos se han traducido en una disminución del superávit por cuenta corriente.

Además, existen algunos focos de incertidumbre procedentes del exterior que sugieren que el escenario de continuación de la recuperación está sometido a riesgos a la baja. Las proyecciones del Banco de España del pasado mes de marzo contemplan la desaceleración reciente en el área del euro como un fenómeno transitorio, que revertirá en el segundo semestre de este año³⁷. No obstante, es posible que el debilitamiento reciente pueda tener un carácter más persistente³⁸. Además, la falta de definición de los detalles del abandono de la UE por parte del Reino Unido, la posible adopción de nuevas medidas proteccionistas a escala global o un eventual traspies de las autoridades chinas en el proceso de corrección del endeudamiento de esa economía podrían dar lugar desarrollos desfavorables.

En el plano interno, persiste la necesidad de afrontar reformas estructurales que contribuyan a incrementar el crecimiento potencial de la economía. El último quinquenio se ha caracterizado por la práctica ausencia de medidas de calado que tomen el relevo de las políticas de demanda expansivas de los últimos años. Asimismo, durante 2018 se puso en suspenso la aplicación de los principales elementos que se introdujeron en la reforma de 2013 del sistema público de pensiones para apuntalar su sostenibilidad, sin que, hasta la fecha, se hayan activado otros mecanismos alternativos que lleven a cabo esa función.

El logro de un crecimiento más sostenible y equilibrado debe ser un objetivo prioritario de política económica. En el plano europeo, es preciso seguir avanzando en la creación de instrumentos comunes para reforzar la capacidad de resistencia del conjunto del área del euro ante eventuales perturbaciones. En el ámbito interno, en el actual entorno más incierto, y dado el agotamiento de los impulsos procedentes de las políticas de demanda y otros factores transitorios, debería ponerse un mayor énfasis en la aplicación de políticas dirigidas a sentar las bases de un crecimiento más sostenible y equilibrado (véase esquema 1.1). En las siguientes secciones se desarrollan algunas claves, en términos de políticas nacionales y europeas, que pueden contribuir a lograr este objetivo.

4.2 Hacia una recuperación más sostenible y equilibrada

4.2.1 Calidad del empleo, desigualdad salarial y vivienda

Desde el inicio de la recuperación, el crecimiento del empleo ha sido muy intenso, habiéndose generado casi 2,5 millones de empleos en términos

37 Véase Banco de España (2019a).

38 En este sentido, los datos más próximos a la fecha de cierre de este Informe parecen dar un cierto apoyo a la tesis de la naturaleza transitoria de la ralentización.

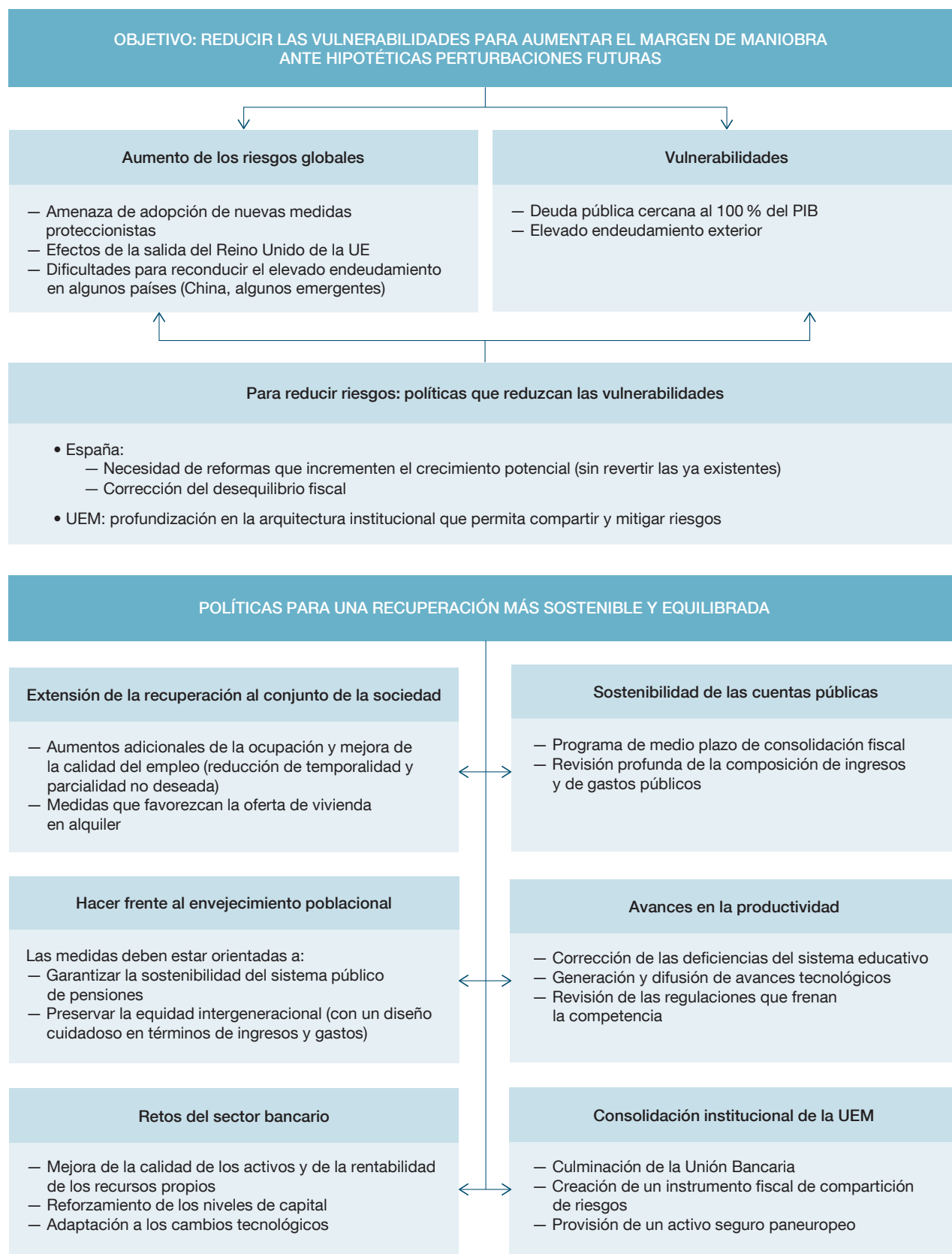
netos. Esta evolución refleja tanto una caída de la tasa de destrucción de empleo, después del fuerte incremento en la crisis, como una gradual recuperación de la tasa de creación de puestos de trabajo. Durante este período, la generación de empleo ha sido, en general, más intensa en las ramas de servicios, como ocurrió en el período expansivo previo, particularmente en actividades relacionadas con la hostelería, el transporte y los servicios inmobiliarios, y también en la construcción, que, aunque aún presenta un nivel de empleo muy inferior al observado antes de 2008, ha mostrado una fuerte recuperación desde 2014. De este modo, no parecen existir efectos composición sectoriales relevantes que expliquen el reducido avance de la productividad, similar al de la expansión precedente (véase recuadro 1.3).

La creación de empleo durante la recuperación ha tenido lugar en un contexto de moderación salarial. El crecimiento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado, en términos nominales, ha sido muy reducido desde 2013. En las fases iniciales de la recuperación, los salarios se mantuvieron estables, mientras que, en los últimos años, ha podido observarse un perfil creciente, hasta el 0,6 % y el 1 % en 2017 y en 2018, respectivamente. El moderado avance salarial en el conjunto del período considerado vendría explicado por el elevado nivel de desempleo y, en general, por la infrautilización del factor trabajo (una vez que se tienen en cuenta indicadores más amplios de la holgura cíclica del mercado de trabajo), la reducida inflación y los escasos avances de la productividad³⁹. Como resultado, en términos reales, los salarios retrocedieron 0,8 pp en 2018 (véase gráfico 1.19).

Las pautas de formación salarial durante la actual fase expansiva muestran un patrón equiparable al de otras fases cíclicas de crecimiento económico anteriores. Las medidas incluidas en la reforma laboral aprobada en 2012 ampliaron el conjunto de instrumentos internos de flexibilidad tanto salarial como no salarial en el seno de las empresas. Así, en 2012 y 2013 se observó un mayor ajuste salarial a la baja que el esperado, pues las empresas en dificultades utilizaron ampliamente las diferentes medidas de flexibilidad aprobadas, incluida la modificación unilateral de las condiciones laborales, lo que favoreció un aumento de la sensibilidad de los salarios a las condiciones económicas⁴⁰. Durante el proceso de recuperación, no obstante, las pautas de formación salarial se han mantenido en línea con las observadas en períodos cíclicos anteriores. En particular, aunque hay una elevada dispersión en la productividad tanto entre empresas como entre sectores, se constata un nivel bajo de heterogeneidad en la evolución de las condiciones salariales, lo que indica una escasa descentralización en la estructura de la negociación colectiva, pese a los cambios regulatorios introducidos (véase gráfico 1.23).

39 Véanse Cuadrado y Tagliati (2018) y el capítulo 2 de este Informe.

40 Véase Font, Izquierdo y Puente (2015).

LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS PARA PROLONGAR LA ACTUAL FASE EXPANSIVA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

FUENTE: Banco de España.

Entre las deficiencias estructurales del mercado de trabajo español siguen destacando la elevada tasa de paro y, en especial, el desempleo de larga duración. La intensa creación de puestos de trabajo ha permitido reducir la tasa de paro en unos 12 pp respecto a los máximos históricos de comienzos de 2013, hasta el 14,7 % de la población activa, en el primer trimestre de 2019 (véase gráfico 1.10). El desempleo afecta especialmente, por edades, a los trabajadores más jóvenes (con una tasa superior al 25 % entre los menores de 30 años) y, por nivel educativo, a los de menor formación (28 %), grupos poblacionales en los que, junto con los mayores de 55 años, se concentra en buena medida el paro de larga duración. El descenso en el nivel general de desempleo desde el inicio de la recuperación no ha impedido que, en la actualidad, todavía el 45 % de los parados lleve más de un año buscando un puesto de trabajo, y el 31 %, más de dos.

La excesiva utilización de la contratación temporal es otra disfuncionalidad grave del mercado laboral español. En 2018 se firmaron más de 22 millones de contratos, casi el 90 % de ellos temporales. La ratio de temporalidad a finales de 2018 (del 26,9 %) está por debajo de la observada en el anterior período expansivo (32,6 % de media entre 2002 y 2007), especialmente en el sector privado, pero se sitúa ya casi 5 pp por encima del mínimo cíclico de 2013. Este repunte obedece a unos patrones de contratación y de despido que apenas se han modificado con respecto al ciclo precedente, en el sentido de que tanto los nuevos contratos como los despidos se centran fundamentalmente en el colectivo de trabajadores con contratos temporales⁴¹. Cabe mencionar, en todo caso, que los desarrollos más recientes en este ámbito son relativamente positivos, puesto que la ratio de temporalidad ha disminuido levemente en el sector privado en 2018 y el aumento en este último año se debe exclusivamente al registrado en el sector público. Al mismo tiempo, también se ha observado un cierto repunte en los flujos desde el empleo temporal al indefinido. La reducción de la ratio de temporalidad en España hasta niveles comparables con otros países europeos requeriría nuevas medidas regulatorias que incrementaran el atractivo para las empresas de la contratación indefinida, a la vez que aseguraran la flexibilidad necesaria para ajustar los costes laborales ante perturbaciones negativas y evitaran así una excesiva destrucción de empleo en las fases recesivas (véase recuadro 1.3).

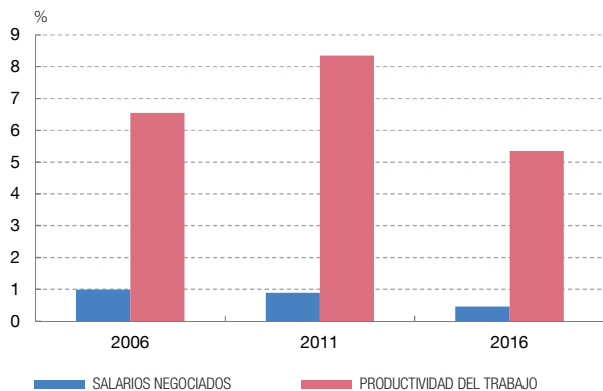
El crecimiento del empleo durante los últimos años ha permitido reducir los indicadores de desigualdad en las rentas salariales, si bien los niveles de disparidad en la renta total todavía se mantienen en cotas relativamente elevadas. En el período 2014-2017, la desigualdad en términos de las rentas laborales se ha reducido significativamente. Esto se debe a que el incremento de este tipo de ingresos ha sido superior para los colectivos con menor salario, lo que a su vez obedece a un aumento relativo del número de horas efectivamente

41 Véase Banco de España (2019d).

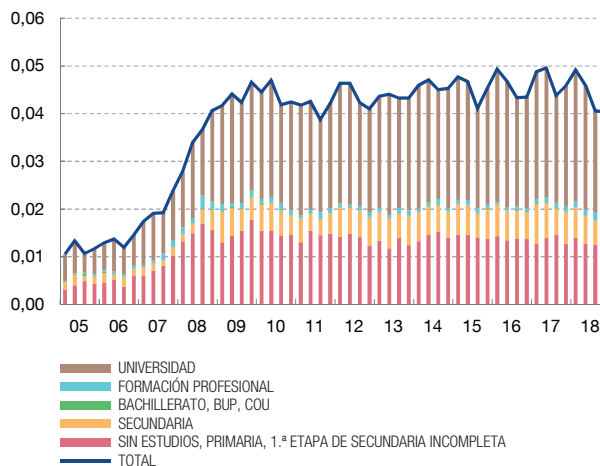
PERSISTEN LAS DEBILIDADES ESTRUCTURALES DEL MERCADO DE TRABAJO

La dispersión de los salarios negociados por ramas de actividad se mantiene reducida y es muy inferior a la observada en la productividad. Por otra parte, el desajuste entre la cualificación de los desempleados y la requerida por las empresas se mantiene en niveles muy elevados.

1 DISPERSIÓN DEL CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS Y DE LA PRODUCTIVIDAD POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)



2 ÍNDICE DE MISMATCH



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Desviación típica de las tasas de crecimiento anuales de cada variable. Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) a dos dígitos.

DESCARGAR



trabajadas por estos agentes, ya que apenas ha habido variaciones en el salario por hora. No obstante, los nuevos contratos temporales siguen siendo de muy corta duración y la parcialidad involuntaria continúa en niveles elevados (concretamente, un 54 % del total de asalariados a tiempo parcial en el promedio de 2018, 9 pp menos que en el máximo de 2014, pero todavía muy alejado del 32,3 % de 2007). En términos de las rentas totales, la evolución es menos favorable, dada la persistencia del desempleo (que, como es lógico, se concentra en la parte inferior de la distribución de la renta de los hogares) y la caída de la tasa de cobertura de las prestaciones totales (contributivas, asistenciales y rentas de inserción, entre otras), que se ha reducido hasta el 58 % del total de desempleados (frente al 80 % de 2010). Además, a pesar de la reciente revalorización de las pensiones, la notable recuperación de las rentas procedentes de los activos (financieros y no financieros), que incide en mayor medida en la parte media-alta de la distribución de ingresos, ha tendido a aumentar la disparidad entre las rentas de los agentes cuyos ingresos provienen de otras rentas no salariales durante la recuperación. Como resultado de todo ello, con datos hasta 2017, la evolución divergente de las rentas salariales y no salariales durante los últimos años ha provocado que la desigualdad de la renta total en términos per cápita haya variado escasamente durante las primeras fases de la actual recuperación económica (véase recuadro 1.4).

Mejorar la empleabilidad de los colectivos más desfavorecidos es crucial para reducir la tasa de paro y las desigualdades de renta per cápita. Entre el colectivo

de personas que no tienen completados los estudios obligatorios de secundaria, la probabilidad de estar parado ha descendido 4,5 pp en los cuatro últimos años. La disminución es algo mayor —de 7 pp— en quienes completaron la educación obligatoria. A pesar de ello, el desajuste entre la cualificación de los desempleados y la requerida por las empresas (donde esta última se aproxima por la cualificación que presentan los ocupados) se mantiene en niveles muy similares a los alcanzados durante la crisis (véase gráfico 1.23.2). En este sentido, mejorar el capital humano del colectivo de desempleados con menor formación es clave para facilitar su reinserción en el mercado laboral. Para ello, sería deseable mantener la posibilidad de celebrar contratos de formación, con la mayor flexibilidad posible para jóvenes y empresas, así como dedicar recursos al rediseño de la formación profesional, en términos de la combinación de formación general y experiencia práctica en empresas, con el objetivo de facilitar la transición del sistema educativo al mercado laboral. Finalmente, es importante dirigir las bonificaciones a la contratación a aquellos colectivos de mayor edad y con poca formación, y analizar continuamente su efectividad para rediseñar aquellos aspectos menos satisfactorios de su actual configuración.

Las condiciones de acceso al mercado de la vivienda han tendido a experimentar un cierto endurecimiento recientemente, en particular por lo que respecta al mercado del alquiler. Además, el acceso a la vivienda se ve condicionado en mayor medida por la excesiva rotación laboral y el desempleo, fenómenos que afectan más a ciertos colectivos de trabajadores, como los jóvenes. En 2014 (último dato disponible), la mediana del gasto en alquiler sobre los ingresos de los hogares arrendatarios en el decil más bajo de renta superaba el 50 %. Desde ese año, el aumento de los alquileres ha sido elevado, aunque ello no se ve reflejado en el crecimiento del IPC de alquileres, cuyo moderado crecimiento (un 2,2 % en promedio anual) se explica porque este índice no incluye información de nuevas incorporaciones al parque de viviendas en alquiler. Otras fuentes estadísticas, con mayor cobertura de contratos de nueva firma, han registrado crecimientos sustancialmente mayores, aunque con elevada heterogeneidad a nivel local (véase gráfico 1.24). Por ejemplo, según el portal inmobiliario de mayor cobertura nacional, la evolución de los precios de oferta del alquiler muestra un patrón muy desigual geográficamente, siendo especialmente elevados los crecimientos acumulados desde 2014 en Barcelona y en Madrid (del 38 % y del 42 %, respectivamente)⁴². Estos desarrollos son relevantes a la hora de analizar las dificultades de algunos colectivos para acceder a una vivienda y el retraso en la edad de emancipación de los jóvenes (véase gráfico 1.24)⁴³.

En este contexto, se debe dar prioridad a aquellas políticas públicas dirigidas a favorecer la oferta de vivienda de alquiler. En este sentido, no

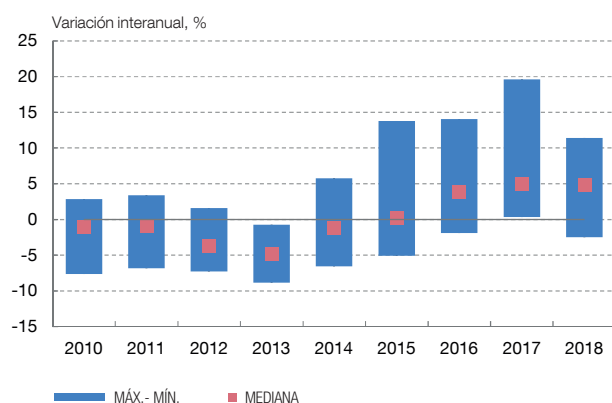
42 Véase Alves y Urtasun (2019).

43 Véase Barceló y Villanueva (2018).

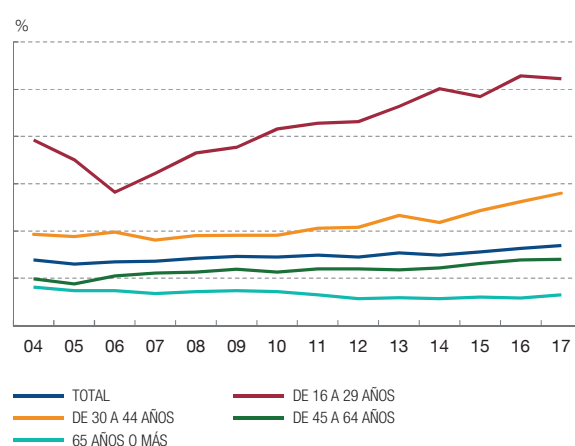
LOS PROBLEMAS LABORALES DE CIERTOS COLECTIVOS SE VEN AGRAVADOS POR LAS DIFICULTADES DE ACCESO A LA VIVIENDA

La subida del precio de los nuevos contratos de alquiler en la reciente expansión ha sido muy heterogénea según los municipios (en algunos lugares se superó el 50 %). Detrás de estos desarrollos se encuentra un incremento de la demanda relativa del alquiler que no ha podido ser satisfecha por cambios en la oferta. Los jóvenes, los colectivos con menor formación y las personas de nacionalidad extranjera que viven en las ciudades que más crecimiento de población han experimentado son los más afectados.

1 PRECIO DEL ALQUILER DE VIVIENDA (a)



2 PORCENTAJE DE LOS HOGARES EN ALQUILER, POR EDAD



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (ECV), Idealista y Banco de España.

a Variación interanual del precio por metro cuadrado en el mes de diciembre.



parece adecuado limitar el precio de las viviendas alquiladas, ya que, según la evidencia internacional, este tipo de medidas no solo reducen la oferta, sino que también pueden favorecer un deterioro importante de los inmuebles. Del mismo modo, es conveniente mejorar la seguridad jurídica para que los propietarios de inmuebles encuentren los incentivos adecuados para ofertar sus propiedades en el mercado de alquiler⁴⁴.

4.2.2 Las cuentas públicas: la necesaria consolidación fiscal y los retos derivados del envejecimiento poblacional

Desde 2015 no se han registrado avances reseñables en la reducción del déficit público estructural. El déficit del conjunto de las AAPP se situó en el 2,5 % del PIB en 2018, por debajo del límite del 3 % del PIB, lo que parece confirmar un escenario de salida del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) en el que se encuentran inmersas las AAPP desde 2009, en el marco del «componente correctivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la UE. No obstante, el nivel del déficit estructural, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, es un

44 Véase López-Rodríguez y Matea (2019), de próxima publicación.

valor similar al de los últimos años, lo que indica que prácticamente toda la reducción observada en el déficit público durante la recuperación se habría debido al efecto del ciclo económico y a la disminución de la carga de intereses, en un contexto en el que el coste medio de la deuda pública se situó en 2018 en el 2,5 %, su nivel mínimo histórico (véase gráfico 1.25). De modo análogo, aunque la senda de leve reducción gradual de la ratio de deuda de las AAPP se prolongó en 2018, hasta situarse en el 97,1 % del PIB, esta disminución se debe principalmente a la favorable evolución del crecimiento nominal de la economía. Además, la ratio de deuda pública se mantiene cerca de sus máximos históricos y muy por encima del 60 %, el valor de referencia del marco actual de reglas fiscales europeas y de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (véase gráfico 1.25.2).

La eventual decisión del Consejo de la UE que confirme la superación de la situación de déficit excesivo, que se espera para julio de este año, implicaría el paso, de forma automática, al denominado «componente preventivo» del PEC. En esta nueva situación, España seguirá sujeta a un conjunto de reglas que restringen la actuación de su política fiscal. En primer lugar, el déficit público estructural debería disminuir en términos generales un 0,5 pp del PIB anual, hasta alcanzar su objetivo de medio plazo de equilibrio estructural⁴⁵. En segundo lugar, la ratio de deuda pública sobre el PIB tendría que reducirse anualmente en la veinteava parte de la diferencia entre el nivel de cada año y el objetivo del 60 %, mientras permanezca por encima de esta cota, lo que supondría en promedio una disminución de 1,5 pp del PIB cada año durante la próxima década. Finalmente, la tasa de aumento anual del gasto de las AAPP deberá ser igual o inferior al crecimiento potencial de medio plazo de la economía. Según la Comisión Europea (CE), este conjunto de reglas se concretaría, para 2019, en un requerimiento de reducción del déficit público estructural de 0,65 pp del PIB⁴⁶.

Por consiguiente, la previsible aplicación del componente preventivo del PEC exigirá mantener un elevado esfuerzo fiscal en los próximos años. Para evaluar el impacto de estos requerimientos, el gráfico 1.25 muestra varios escenarios hipotéticos en los que se ilustra el efecto del cumplimiento de estas reglas sobre la evolución de la ratio de deuda pública sobre el PIB en la próxima década, obtenidos a partir de un modelo de simulación de la dinámica de esa variable⁴⁷. En concreto, el cumplimiento

45 El requerimiento de reducción del déficit estructural de 0,5 pp es una referencia general, que en la práctica varía para cada país en función de si se ha alcanzado el objetivo de medio plazo, si la ratio de deuda supera el 60 % del PIB y del valor de su brecha de producción.

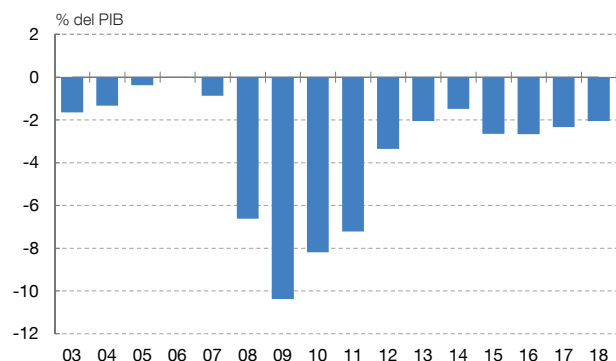
46 Véase la opinión de la CE sobre el Plan Presupuestario 2019 de España, publicada el 21 de noviembre de 2018.

47 Véase P. Hernández de Cos, D. López-Rodríguez y J. J. Pérez (2018). El modelo toma como datos el nivel de deuda pública observado y la estimación de déficit público estructural realizada por la CE para 2018, y asume un crecimiento económico nominal promedio para la próxima década del 3 % y de tipos de interés implícitos de la deuda pública del 2,5 %.

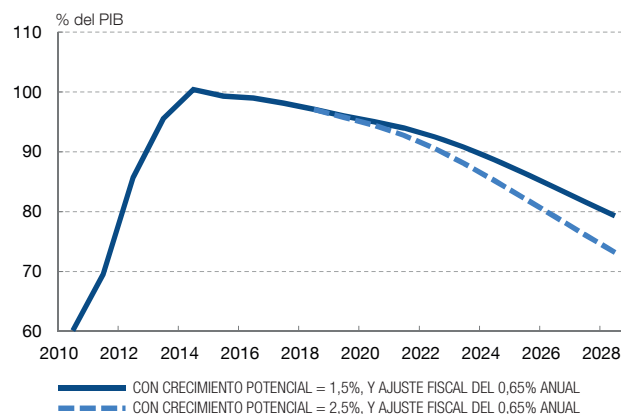
ES URGENTE GARANTIZAR LA SOSTENIBILIDAD DE LAS CUENTAS PÚBLICAS

Hay que corregir el elevado déficit público, el déficit estructural y la ratio de deuda pública, que está muy por encima del valor de referencia, del 60 %. Además, el Sistema de la Seguridad Social ha registrado déficits significativos desde 2011 y requiere reformas respecto a los ingresos y los gastos para hacer frente al progresivo envejecimiento poblacional.

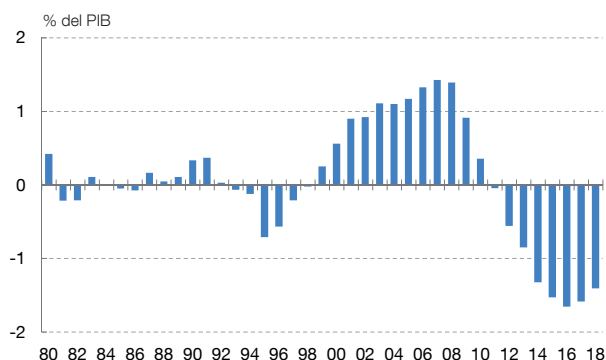
1 SALDO ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



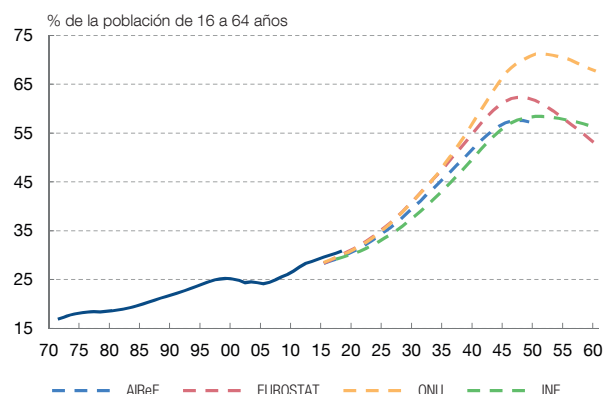
2 SENDAS SIMULADAS DE DEUDA PÚBLICA EN UN ESCENARIO DE CONVERGENCIA AL OBJETIVO DE SALDO ESTRUCTURAL DE MEDIO PLAZO (a)



3 SALDO NO FINANCIERO DEL SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL



4 TASA DE DEPENDENCIA



FUENTES: AIRF, Eurostat, Naciones Unidas, Instituto Nacional de Estadística, Seguridad Social y Banco de España.

El gráfico sobre las simulaciones de deuda se ha elaborado usando el modelo descrito en P. Hernández de Cos, D. López Rodríguez y J. J. Pérez (2018).

a Escenario de esfuerzo fiscal anual (variación del saldo estructural) máximo de 0,65 pp por año, hasta la consecución del objetivo de medio plazo (saldo estructural = 0).



de dicho objetivo exigiría un superávit primario promedio del 1,5 % del PIB, frente al equilibrio primario de 2018, lo que lograría situar la deuda pública sobre el PIB ligeramente por debajo del 80 % en 2028. Un crecimiento del PIB que, en promedio, superara en 1 pp al de ese escenario permitiría alcanzar, manteniendo el resto de los supuestos, una ratio de deuda pública sobre el PIB inferior al 75 % en 2028.

En el contexto descrito, es necesario establecer un programa de medio plazo de corrección de los desequilibrios fiscales. La reducción duradera del déficit público estructural y del endeudamiento de las AAPP contribuiría a crear un margen

de maniobra para que la política fiscal pueda hacer frente a las consecuencias de una eventual ralentización de la actividad y a limitar el impacto de un hipotético encarecimiento del coste de financiación de los agentes públicos y privados. Esta estrategia debe articularse en torno a una definición detallada de los objetivos presupuestarios que se desean alcanzar y a los plazos y medidas para su consecución, así como a una previsión prudente de la evolución macroeconómica y un plan riguroso de respuesta temprana ante posibles desviaciones con respecto a los objetivos. En este sentido, el pasado 30 de abril, el Gobierno presentó la Actualización del Programa de Estabilidad para el período 2019-2022, que, al coincidir con el proceso electoral nacional, se realizó bajo un supuesto de ausencia de cambios en las políticas económicas. No obstante, en dicho programa el Gobierno en funciones indicó alguna de las actuaciones en materia tributaria y de gasto en pensiones que prevé llevar a cabo en los próximos años.

Una revisión de la composición de los gastos y de los ingresos públicos, en paralelo a la necesaria reducción del endeudamiento público, puede contribuir positivamente al crecimiento económico. El proceso de reducción de los desequilibrios fiscales debe ser compatible con una mejora de la calidad de las finanzas públicas. En este sentido, la composición del ajuste de ingresos y de gastos es muy relevante para minimizar efectos adversos de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico. Un prerequisite para ello es la realización de un análisis previo en profundidad de la estructura de gastos y de ingresos de las AAPP. En el lado del gasto, parece existir margen para seguir aumentando su eficiencia y reorientar su composición hacia aquellas partidas con mayor incidencia sobre la acumulación de capital físico, tecnológico y humano. Los resultados de la revisión del gasto público que se está efectuando en la actualidad pueden resultar fundamentales para avanzar en esta dirección⁴⁸. En la vertiente de los ingresos, existe asimismo margen para redefinir la estructura de la cesta de impuestos, al objeto de hacerla más favorecedora de incrementos del crecimiento potencial⁴⁹. En este contexto, un elemento relevante, susceptible de reconsideración, viene dado por el elevado nivel de beneficios fiscales actual, derivado de la presencia de numerosas exenciones, deducciones y tipos especiales reducidos, que generan pérdidas importantes de recaudación y distorsionan la eficiencia y la equidad del sistema impositivo⁵⁰.

Además, es prioritario revisar el sistema de financiación de las Comunidades Autónomas (CCAA). En una estructura administrativa tan descentralizada como la

48 El Consejo de Ministros de 2 de junio de 2017 encargó a la AIReF un proceso de revisión del gasto público, identificando como primera área de trabajo la revisión del gasto en subvenciones, cuyos resultados se publicarán próximamente.

49 Para una discusión en profundidad del sistema impositivo español, véase López-Rodríguez y García Ciria (2018).

50 El Consejo de Ministros del 14 de diciembre de 2018 encargó a la AIReF la segunda fase del proceso de revisión del gasto público, centrada en el análisis de los beneficios fiscales y del gasto hospitalario.

española, el concurso de las Administraciones Territoriales en el esfuerzo de consolidación presupuestaria es esencial. En este sentido, existe un consenso amplio sobre la necesidad de reformar el sistema de financiación de estas administraciones, con el objetivo de adecuar los ingresos, sobre la base de una estimación objetiva previa de estas necesidades, de garantizar un reparto transparente y de incrementar el grado de corresponsabilidad fiscal⁵¹.

El elevado nivel de endeudamiento público plantea ciertos retos de calado. La evidencia empírica revela que el mantenimiento de un nivel muy alto de deuda pública durante un período prolongado puede tener un impacto negativo sobre el crecimiento económico. Asimismo, un elevado endeudamiento reduce la capacidad estabilizadora de la política fiscal ante situaciones adversas y obliga a mantener superávits primarios durante períodos amplios, lo que puede exigir mayores niveles de imposición distorsionadora o menores niveles de gasto productivo. Al mismo tiempo, un nivel alto de deuda incrementa la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante cambios en el sentimiento inversor de los mercados financieros, dada la necesidad de refinanciar regularmente un volumen elevado de vencimientos. Así, por ejemplo, el conjunto de AAPP emitió en 2018 deuda por un importe global de 212 mm de euros (17,5 % del PIB en 2018).

El envejecimiento poblacional tendrá un efecto muy pronunciado sobre las finanzas públicas. La importancia de la reducción de los desequilibrios presupuestarios y de la deuda pública se ve acrecentada cuando se tiene en cuenta el reto que supone el envejecimiento poblacional a largo plazo. Las estimaciones más recientes anticipan un incremento significativo del gasto público en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración derivado del sustancial aumento previsto en la tasa de dependencia (véase capítulo 4), que incluso en las proyecciones demográficas más optimistas pasaría del 25 % actual a superar el 50 % a mediados del presente siglo (véase gráfico 1.25).

Para garantizar la sostenibilidad del sistema público de pensiones, se requieren medidas de calado, que, previsiblemente, afectarán tanto a los ingresos como a los gastos. Como desarrolla el capítulo 4 de este Informe, las tendencias demográficas plantean algunos retos significativos para la sostenibilidad del estado del bienestar. En el caso del sistema de pensiones, las reformas de 2011 y de 2013 incluían algunos elementos de ajuste que permitían contrarrestar de manera significativa el efecto del incremento esperado de la tasa de dependencia en el largo plazo⁵². Sin embargo, las últimas medidas en esta materia han suspendido parcialmente la aplicación de estos mecanismos, con el retraso de la aplicación del factor de sostenibilidad hasta 2023 y con la vuelta a un sistema de revalorización anual de las pensiones en línea con el IPC. La reintroducción

51 Véase Ministerio de Hacienda y Función Pública (2017).

52 Véase Hernández de Cos, Jimeno y Ramos (2017).

permanente de este sistema de indexación generaría, de acuerdo con los cálculos del Banco de España, un incremento adicional del gasto superior a 3 pp del PIB en 2050⁵³. En este contexto, garantizar la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones requerirá medidas adicionales por el lado tanto de los ingresos como de los gastos, así como la introducción de nuevos incentivos que favorezcan un mayor alineamiento entre la edad de jubilación efectiva y la referencia legal.

El envejecimiento poblacional también pondrá a prueba la equidad intergeneracional y la sostenibilidad intertemporal del conjunto de ingresos y de gastos públicos. Como también se desarrolla en el capítulo 4 de este Informe, el envejecimiento de la población plantea una serie de retos adicionales para la política fiscal que deben ser tenidos en cuenta en el marco de la estrategia de mejora de la calidad de las finanzas públicas mencionada anteriormente. Por el lado del gasto público, las sociedades más envejecidas requieren mayores gastos sociales (por ejemplo, en sanidad y en pensiones) dirigidos a grupos de población de edades más avanzadas. Este aumento del gasto relacionado con el envejecimiento podría lastrar el gasto que es necesario para favorecer el dinamismo futuro de la economía, como, por ejemplo, el destinado a educación o a inversión en determinadas infraestructuras. En la vertiente de los ingresos, en ausencia de cambios en el diseño actual de las principales figuras impositivas, el envejecimiento poblacional incide tanto en una menor recaudación por cotizaciones sociales (dado el menor peso de los individuos que perciben rentas salariales) como en una cierta pérdida de progresividad y de capacidad de recaudación del impuesto sobre la renta, dados los menores tipos efectivos soportados por los contribuyentes de mayor edad. Para estos últimos, además, los ingresos procedentes de las rentas de capital, cuyos tipos impositivos son menores que en el caso de las rentas del trabajo, tienen un mayor peso en el total. Adicionalmente, cabe mencionar que la recaudación por impuestos indirectos puede también verse reducida en la medida en que la población de mayor edad tiende a consumir bienes y servicios típicamente gravados con tipos efectivos más bajos. Por último, el mayor gasto asociado al envejecimiento, especialmente cuando se financia a través del recurso al endeudamiento, puede conllevar un aumento de la imposición a las generaciones más jóvenes, lo que plantea algunas cuestiones relevantes sobre equidad intergeneracional.

4.2.3 La productividad: el factor clave para un aumento sostenible del bienestar

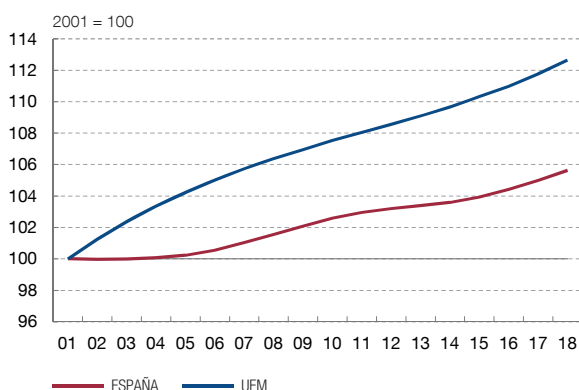
A lo largo de la actual fase de recuperación, las ganancias de competitividad han recaído sobre todo en el ajuste de los costes laborales, mientras que las mejoras genuinas en productividad han sido más modestas. La restauración de la

53 Véase Banco de España (2018o).

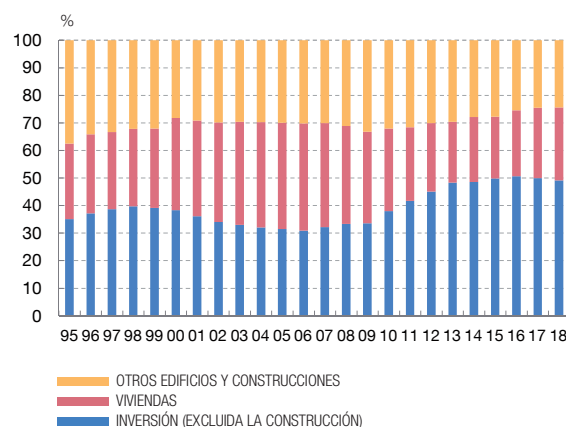
HACIA UNA RECUPERACIÓN MÁS EQUILIBRADA, BASADA EN MEJORAS DE PRODUCTIVIDAD

En la recuperación, la PTF ha crecido un 0,4 % en promedio anual (2013-2018), lo que ha llevado a que el diferencial de productividad con respecto al área del euro se amplíe, pero a un menor ritmo que en la expansión anterior. Además, hay una reasignación de factores productivos hacia proyectos de mayor productividad, lo que es coherente con que la inversión en equipo y en intangibles haya ganado peso sobre la inversión total.

1 PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



2 ESTRUCTURA DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea y Banco de España.



competitividad perdida frente a los demás países del área del euro en la fase expansiva (medida a través de los CLU relativos) tuvo lugar a través de una fuerte destrucción de empleo en los primeros estadios de la crisis, mientras que, en el período posterior, se ha basado en la moderación salarial. De este modo, pese a observarse algunos avances en la productividad total de los factores (PTF) desde el inicio de la crisis, no se termina de asentar un patrón de crecimiento que prime las actividades con elevada productividad y generación de valor añadido. Así, según la CE, la PTF ha crecido un 0,4 % en España, en promedio anual, entre 2013 y 2018, frente a un 0,6 % en la UEM. En consecuencia, se ha seguido ampliando, aunque a un menor ritmo, el diferencial desfavorable acumulado respecto a los demás países miembros en el nivel de la PTF que ha venido observándose desde la creación del euro (véase gráfico 1.26).

El modesto crecimiento de la productividad durante los últimos años descansa principalmente en una reasignación de la inversión hacia proyectos empresariales con mayor contenido tecnológico. El escaso dinamismo de la productividad en términos agregados que caracterizó a la economía española desde su entrada en la UEM hasta el inicio de la crisis se debió fundamentalmente a un efecto composición, a través del cual la asignación de recursos estuvo sesgada, especialmente en el caso de la inversión, hacia proyectos con productividad reducida. En el período más reciente, han sido las empresas para las que esta variable presenta un nivel más elevado las que han empleado una mayor proporción de los recursos disponibles en la economía, de modo que dicho efecto composición estaría ahora operando en favor de un mayor nivel de productividad

agregada⁵⁴. De hecho, desde 2013 la inversión en equipo y en activos intangibles ha ganado peso sobre la inversión total (más de 4 pp), en detrimento de la inversión en activos inmobiliarios (véase gráfico 1.26).

Una parte de esta reasignación positiva de factores ha provenido de la destrucción de empresas con bajos niveles de productividad. Según el censo de empresas del Directorio Central de Empresas (DIRCE), durante la recuperación, los flujos de creación de nuevas firmas han sido menores que en la anterior fase expansiva, mientras que los flujos de destrucción siguen siendo elevados, reflejando la desaparición de compañías poco productivas. Desde la crisis, ha habido una reducción del número de empresas de las ramas de industria y de construcción, que se ha visto parcialmente compensada con los aumentos en el volumen de empresas creadas en el sector servicios. En todo caso, este entorno de menor dinamismo empresarial en términos netos, que es compartido por otras economías desarrolladas, podría venir asociado a un aumento del poder de mercado de determinadas compañías en algunos sectores.

Por su parte, la productividad media de las empresas españolas continúa sin mostrar avances significativos. En concreto, esta variable presenta un nivel inferior entre un 10 % y un 40 % a la de las europeas, y esta diferencia es mayor entre las compañías de menor tamaño (véase gráfico 1.27). Además, las diferencias, cuya magnitud es especialmente notable en el caso de las empresas de servicios, se mantienen incluso después de tener en cuenta la composición sectorial de la economía española⁵⁵.

La mejora del capital humano de la economía española ha reducido la brecha respecto al resto de Europa, aunque esta sigue siendo elevada en lo que respecta al capital tecnológico. La literatura económica identifica la presencia de un cierto déficit de capital humano y tecnológico como uno de los principales determinantes de la reducida productividad media de las empresas⁵⁶. Sin embargo, en los últimos años es destacable la mejora educativa de la población, derivada tanto del cambio generacional como de la mayor formación de los jóvenes tras la crisis. A pesar de esta convergencia en el *stock* de capital humano hacia el promedio de la UE, persisten retos importantes en el sistema educativo español, como el elevado abandono escolar (18,3 % entre 18 y 24 años). Además, esta mejora en la formación aún no se ha trasladado al capital tecnológico. De hecho, la inversión en actividades de I + D es aún muy reducida tanto en la vertiente pública como en la privada (0,8 % y 1,4 % del PIB, respectivamente, en 2016), con lo que la brecha de capital tecnológico en relación con la UE se ha seguido ampliando (véase gráfico 1.27). Finalmente, las debilidades estructurales del mercado laboral mencionadas en la sección 4.2.1, en especial la acusada dualidad entre contratos temporales e indefinidos, limitan el crecimiento de la productividad, en la medida en que

54 Véanse Banco de España (2017b) y Fu y Moral-Benito (2018).

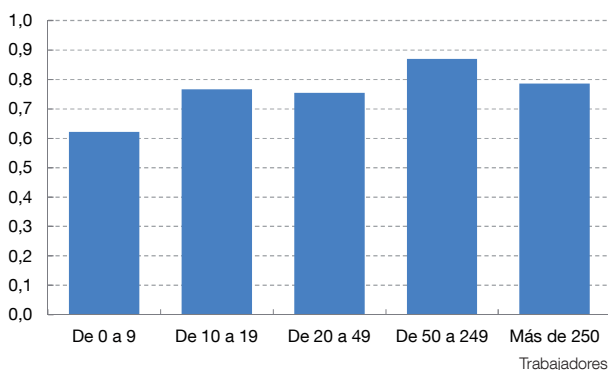
55 Véase Banco de España (2016b).

56 Véase Schivardi y Schmitz (2018) para la evidencia en los países del sur de Europa.

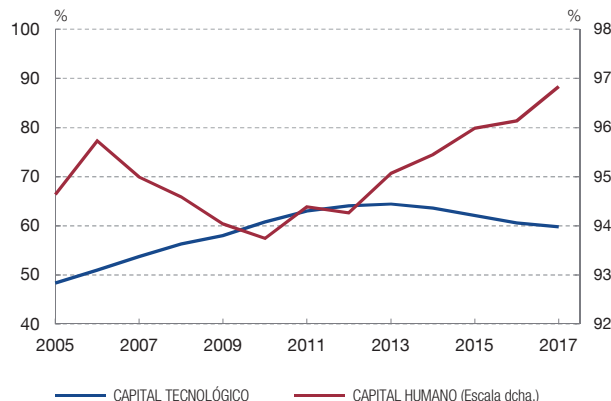
LA PRODUCTIVIDAD MEDIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS, INCLUSO DE LAS GRANDES, ES REDUCIDA

La productividad media de las empresas españolas es inferior a la de Francia, Alemania e Italia, independientemente del tamaño. Esto está relacionado, en parte, con un menor capital humano y tecnológico. Si bien a raíz de la crisis se ha acelerado la convergencia respecto al primer factor, sigue existiendo un déficit importante en el segundo.

1 PRODUCTIVIDAD RELATIVA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (a)



2 CAPITAL HUMANO Y TECNOLÓGICO DE ESPAÑA RELATIVO A UE-19 (b)



FUENTE: Eurostat.

a Ratio de productividad aparente entre empresas españolas y la media en Francia, Alemania e Italia (media = 1). Año de estimación: 2016.

b Las series de capital tecnológico se obtienen acumulando el flujo de gasto en I + D realizado por la economía. La tasa de depreciación utilizada es del 15 %. Se ha considerado como deflactor el de la FBCF en bienes de equipo. La serie de capital humano se puede interpretar como el porcentaje equivalente de población en edad de trabajar con estudios superiores [véase S. Puente y M. Pérez (2004)].



la excesiva temporalidad tiene efectos negativos sobre las decisiones de inversión en capital humano y tecnológico por parte de los trabajadores y de las empresas⁵⁷.

4.2.4 Los retos del sector bancario

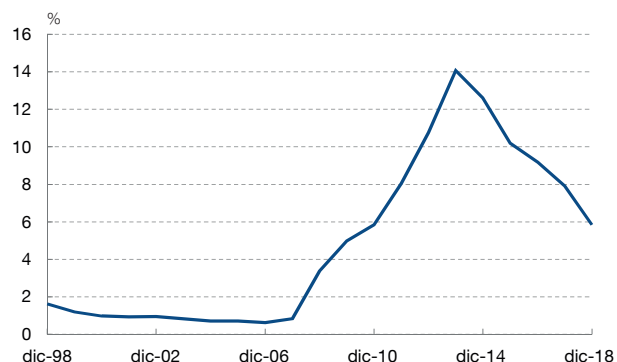
En 2018 continuó el proceso de reforzamiento de la situación financiera del sector bancario español, en términos tanto de la calidad de su cartera como de su rentabilidad, aunque las ratios de capital de primera clase siguen siendo las más bajas del área del euro. La recuperación de la calidad de los activos ha sido destacada, con un descenso del volumen de créditos dudosos del sector privado residente del 29 % en 2018, lo que ha llevado a una reducción de la ratio de morosidad de 2,1 pp, hasta el 5,8 % (véase gráfico 1.28). Por su parte, el importe de los activos adjudicados descendió más de un 30 %, hasta alcanzar un volumen total de 43 mm de euros. La rentabilidad media de los recursos propios se elevó 1,2 pp, hasta situarse en el 7,3 % en diciembre de 2018, impulsada fundamentalmente

⁵⁷ Véanse Dolado, Ortigueira y Stucchi (2016) en relación con el efecto de la temporalidad sobre el crecimiento de la PTF de las empresas españolas, o Albert, García Serrano y Hernanz (2005) acerca del impacto sobre las decisiones de formación.

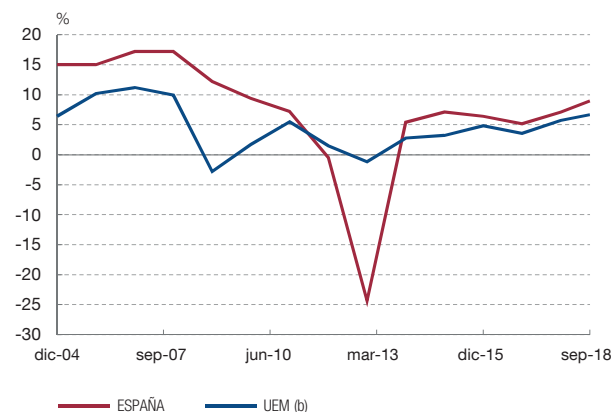
CALIDAD DE LOS ACTIVOS Y RENTABILIDAD DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO

La ratio de dudosos creció con intensidad entre 2008 y finales de 2013, momento en el que empezó a descender progresivamente. No obstante, actualmente se sitúa todavía muy por encima de los registros previos a la crisis. La rentabilidad media del sector bancario español, en términos de rentabilidad financiera (ROE, por sus siglas en inglés), se ha ido recuperando durante los últimos años, situándose actualmente por encima de la media de la zona del euro, pero por debajo del nivel previo a la crisis.

1 RATIO DE CRÉDITO DUDOSO DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Datos individuales. Negocios en España



2 ROE (a)
Datos consolidados



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Banco de Pagos Internacionales.

- a Hasta 2016, los datos están tomados del informe del Comité para el Sistema Financiero Global del Banco de Pagos Internacionales (*Structural changes in banking after the crisis*). Los datos de 2017 y de septiembre de 2018 proceden del BCE (*Consolidated Banking Data*).
b Media ponderada de los países disponibles.



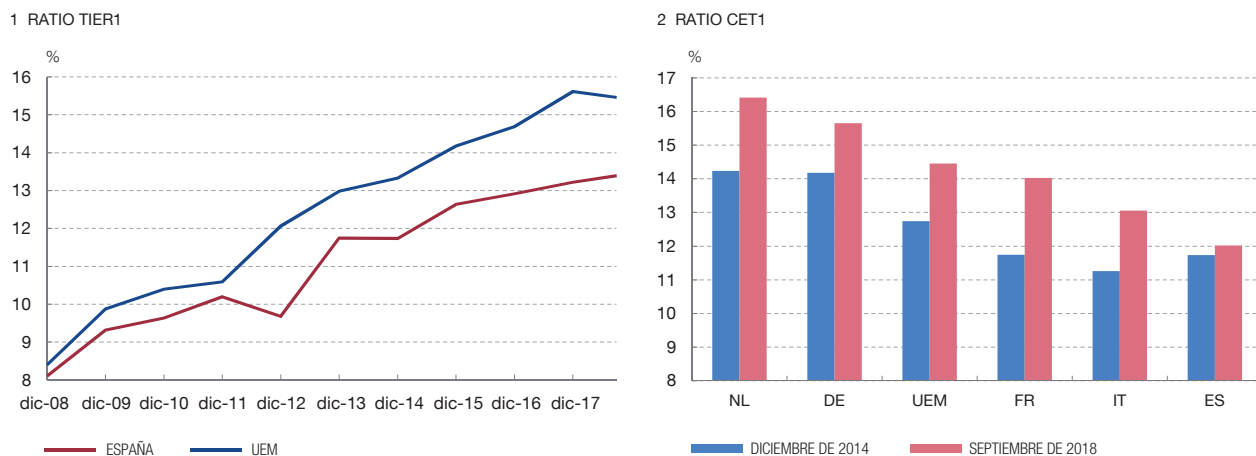
por la reducción de las pérdidas por deterioro de los activos asociada a la mejora de la calidad de estos (véase gráfico 1.28). La ratio de capital CET1 (*common equity tier 1*) se redujo 43 pb en el último año, hasta situarse en el 12,2 %, aunque esta variación se explica en gran medida por la desaparición de los ajustes transitorios en las deducciones de capital que introdujo la regulación europea en el contexto de la implantación de los acuerdos de Basilea III (véase gráfico 1.29)⁵⁸.

El saneamiento de la situación financiera se ha visto favorecido tanto por la continuación de la fase cíclica expansiva como por las operaciones de transferencia y venta de activos problemáticos llevadas a cabo por el sector. El crecimiento económico y las condiciones monetarias y financieras holgadas han contribuido a mejorar la capacidad de pago de los prestatarios y a sostener el valor de los activos, limitando la entrada en mora de la cartera crediticia. Además, las entidades de depósito han aprovechado el momento cíclico favorable para transferir activos improductivos a otros agentes. Concretamente, el pasado año las principales entidades bancarias anunciaron operaciones de venta de este tipo de activos por un valor bruto contable superior a 70 mm de euros (de los cuales más de 55 mm se

⁵⁸ El objetivo de estos ajustes era suavizar en el tiempo el impacto sobre el nivel de capital que se deriva de las deducciones (o elementos que se restan en el cálculo del capital computable).

SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO EN COMPARATIVA EUROPEA

La ratio de capital de nivel 1 ha crecido de manera gradual en los diez últimos años, tanto en España como en el conjunto de la UEM. España se ha situado por debajo de la media europea. En términos de la ratio CET1, su nivel medio apenas ha aumentado para las entidades españolas desde 2014, y en 2018 se situaba por debajo de los valores observados en otros países de la UEM, en los que ha crecido de media cerca de 2 pp.



FUENTE: Banco Central Europeo.



contabilizaron en 2018, la cifra más elevada tras el estallido de la crisis en 2008). En el conjunto del sector, estas transacciones se han realizado con sociedades en las que las entidades vendedoras mantienen una participación minoritaria.

La actividad internacional de los bancos españoles ha seguido contribuyendo a sostener la rentabilidad del sector, aunque no está exenta de riesgos. La actividad en el extranjero tiene un peso muy importante en el total de negocio (cerca al 48 % de los activos financieros totales a nivel consolidado en diciembre de 2018) y se concentra en las entidades de mayor tamaño. No obstante, estas exposiciones no están exentas de riesgos, entre los que destacan los relacionados con la incertidumbre geopolítica en ciertas áreas y países —como Turquía y Argentina—, las tensiones comerciales, el posible endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados financieros internacionales o la volatilidad en los mercados de divisas. El negocio en el extranjero de las entidades españolas está denominado mayoritariamente en moneda local y se lleva a cabo bajo un modelo descentralizado de gestión, lo que mitiga, pero no elimina completamente, algunos de estos elementos de vulnerabilidad. Así, por ejemplo, el riesgo para el negocio en el Reino Unido de las entidades españolas con presencia en ese país ante un hipotético *brexít* desordenado es fundamentalmente el que se derivaría del posible deterioro de la economía británica, circunstancia que podría ser relevante, dado que se trata del país con mayor presencia exterior del sector bancario español (casi el 30 % de los préstamos en el extranjero).

El sector se sigue enfrentando a algunos retos importantes, que en muchos casos son compartidos por otros sistemas bancarios europeos. Por una parte, subsisten algunos desafíos relacionados con la superación completa de los problemas que se pusieron de manifiesto a raíz de la última crisis. Así, a pesar de haber aumentado durante los últimos años y situarse algo por encima del promedio de la UEM, la rentabilidad de los recursos propios se sitúa significativamente por debajo de los niveles precrisis, en un contexto en el que el saldo vivo de crédito en España ha descendido de forma significativa como consecuencia fundamentalmente del intenso proceso de desendeudamiento del sector privado. Por su parte, el volumen de activos problemáticos, a pesar de su notable descenso desde los niveles máximos de 2013, es todavía relativamente elevado desde una perspectiva histórica. En este sentido, las entidades de depósito deberían aprovechar el momento cíclico favorable para intensificar la reducción de estos activos. Además de mejorar la calidad de sus activos medios, estos esfuerzos redundarían, en el medio y el largo plazo, en una recuperación de la rentabilidad. A este mismo fin contribuiría también la racionalización de los gastos de explotación mediante las mejoras de eficiencia.

El marco normativo obligará a las entidades españolas a adaptarse a nuevos cambios regulatorios en los próximos años. En particular, las entidades de crédito españolas deberán adaptarse a las modificaciones de los distintos componentes del marco regulatorio europeo (*Single Rulebook*) sobre el sector financiero: CRD (*Capital Requirements Directive*), CRR (*Capital Requirements Regulation*), BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*) y SRMR (*Single Resolution Mechanism Regulation*)⁵⁹. Entre los cambios introducidos, destacan unos requerimientos de capital más sensibles al riesgo, los requisitos sobre los coeficientes de apalancamiento y de financiación estable neta, el desarrollo de la normativa europea sobre requerimientos de instrumentos que puedan absorber pérdidas en el evento de resolución (MREL, *Minimum requirement for own funds and eligible liabilities*) y un régimen armonizado aplicable a los instrumentos de deuda no preferente.

En este contexto regulatorio, el sector bancario español afronta la necesidad de continuar reforzando sus niveles de capital. A lo largo del proceso de implementación en la UE de un marco regulatorio armonizado sobre el sector financiero, las ratios de capital se han ido elevando progresivamente durante los últimos años, hasta situarse claramente por encima de los requisitos regulatorios. A pesar de ello, la ratio media de capital de máxima calidad de las entidades españolas apenas ha aumentado desde la entrada en vigor de Basilea III en 2014 y se sitúa en valores reducidos en comparación con los demás sistemas bancarios

⁵⁹ El calendario previsto de implementación comenzaría en este mismo año 2019, y se extendería para la mayor parte de los elementos de la reforma hasta 2021. Existen, sin embargo, también desarrollos normativos con calendario extendido más allá de 2021, como el colchón de apalancamiento para entidades de importancia sistémica mundial (2022).

europeos (véase gráfico 1.29). Esto subraya la conveniencia de que las entidades refuercen sus niveles de capital, con el fin de mejorar su capacidad de resistencia frente a perturbaciones adversas.

El sector presenta ratios de liquidez medias por encima de los requisitos regulatorios introducidos sobre la financiación a corto plazo, mientras que el desarrollo de la normativa de resolución previsiblemente requerirá mayor esfuerzo de adaptación en la emisión de ciertos instrumentos de financiación.

En términos de las nuevas ratios de liquidez LCR (*Liquidity Coverage Ratio*), la situación comparativa de las entidades españolas es favorable, ya que su nivel medio se encuentra ligeramente por encima del promedio de la UEM, si bien continúan apelando significativamente a las facilidades de financiación del Eurosistema. La próxima adaptación a los objetivos vinculantes fijados por la Junta Única de Resolución (JUR) sobre requisitos mínimos de recursos propios y otros pasivos elegibles (MREL, por sus siglas en inglés) supondrá también un reto importante. Para cumplir con estos objetivos de MREL, las entidades necesitan emitir instrumentos de deuda con distinto grado de subordinación y, por tanto, con costes superiores a los de la deuda sénior estándar o a instrumentos garantizados como las cédulas hipotecarias. Hay que tener en cuenta, en este sentido, que los costes de emisión de este tipo de instrumentos suelen ser mayores para las entidades que tienen niveles más reducidos de la ratio de capital CET1.

Al igual que en otros países europeos, el sector bancario español se enfrenta también a ciertos retos relacionados con los cambios en la estructura del sistema financiero.

Durante los últimos años se ha observado, a escala tanto nacional como internacional, un aumento del peso del negocio financiero que se canaliza a través de intermediarios no bancarios, tanto agentes tradicionales (como es el caso de los fondos de inversión) como nuevos agentes. Estos incluyen las empresas denominadas *FinTech* (cuyo modelo de negocio consiste en realizar innovaciones en los servicios financieros basadas en la aplicación de las nuevas tecnologías) y, de forma probablemente más relevante, las *BigTech* (grandes empresas tecnológicas que están comenzando a proveer servicios y productos financieros a sus clientes), aunque su importancia relativa en España es todavía limitada. Detrás de esta pauta se encuentran no solo factores coyunturales, sino también otros de carácter más estructural, como los cambios regulatorios y la introducción de nuevas tecnologías. Esto sugiere que la tendencia hacia un mayor grado de competencia probablemente se va a mantener en el futuro próximo. Las entidades deberán adaptarse a este nuevo entorno introduciendo cambios que mejoren su eficiencia mediante la incorporación de las oportunidades que ofrecen las innovaciones tecnológicas.

En los próximos años, el sector bancario español, al igual que el conjunto del sistema financiero global, deberá evaluar y adaptarse a los riesgos que supone el cambio climático para su actividad. El cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible podrían afectar a la actividad de las entidades de crédito y a la

estabilidad financiera a través de dos tipos de riesgos: los riesgos «físicos», asociados a los efectos directos del cambio climático, y los riesgos «de transición», vinculados al proceso de transición tecnológica y regulatoria hacia una economía más sostenible⁶⁰. Identificar, cuantificar y mitigar estos riesgos es responsabilidad tanto de los reguladores y supervisores como de las entidades financieras, y requerirá un esfuerzo notable en los próximos años para reducir las carencias actuales en términos de gobernanza y de datos y metodologías sobre los que fundamentar el análisis. En España, el anteproyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética, presentado en febrero de 2019, ya incide en la necesidad de progresar en estos frentes, y establece que las entidades de crédito y los supervisores nacionales deberán elaborar informes en los que evalúen periódicamente los riesgos financieros para su actividad que se deriven del cambio climático.

Un último desafío al que se enfrentan las entidades de depósito españolas es el de la mejora de su reputación. Tras la crisis, se ha producido un deterioro en la imagen que tienen los clientes sobre la banca, lo que obedece, en parte, a determinadas prácticas inapropiadas aplicadas por algunas entidades. Al mismo tiempo, se ha producido un aumento significativo de los litigios, que se ha traducido, en algunos casos específicos, en pérdidas económicas para algunas instituciones financieras y en un aumento de la incertidumbre sobre los posibles costes legales adicionales derivados de dichos procesos. Estos problemas también podrían desembocar eventualmente en una menor demanda de servicios hacia este sector. Por tanto, la recuperación de la reputación es fundamental para que los intermediarios bancarios puedan afrontar con éxito el contexto más competitivo que se ha descrito en el párrafo anterior.

En una economía como la española, en la que el sector bancario sigue intermediando la mayor parte de los flujos financieros, la superación de todos estos retos es crucial para que el sector contribuya al crecimiento económico. En particular, el reforzamiento individual de su posición económica y financiera redundaría en una mayor capacidad de resistencia del sector en el caso hipotético de que el ciclo económico entre en una fase recesiva. Por su parte, las mejoras de eficiencia que se han registrado en los últimos años, en un contexto de mayor competencia entre las entidades, deberían resultar en un abaratamiento de los costes de intermediación, con efectos positivos sobre el conjunto de la economía.

La reciente creación, a comienzos de 2019, de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) ha supuesto un importante

⁶⁰ Los riesgos físicos incluirían, por ejemplo, los derivados de la subida del nivel del mar o de la proliferación de desastres naturales que reduzcan el valor de activos que figuran como colateral en la cartera de crédito de los bancos. En cambio, los riesgos de transición estarían vinculados, por ejemplo, a una disminución drástica y estructural de la rentabilidad de una determinada empresa (y, por tanto, de su calidad crediticia), provocada por la introducción de alguna medida regulatoria que tratara de hacer frente al cambio climático.

desarrollo institucional en nuestro país⁶¹. La nueva autoridad contribuirá a potenciar la coordinación y el intercambio de información entre el Banco de España, el Ministerio de Economía y Empresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. La actividad de la AMCESFI se orienta al análisis de riesgos, a la estabilidad del sistema financiero y, con el fin de prevenir y mitigarlos, a la discusión de medidas de política macroprudencial. Con el establecimiento de la AMCESFI, España se dota de una estructura análoga a la introducida en otros Estados miembros de la UE, en línea con las recomendaciones emitidas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico y el FMI. El Banco de España desempeña un papel destacado en la AMCESFI, al ostentar la vicepresidencia de su Consejo, así como la presidencia y la secretaría de su Comité Técnico.

En paralelo, la regulación del sistema financiero se ha visto reforzada con la ampliación del conjunto de herramientas macroprudenciales a disposición de las autoridades supervisoras sectoriales⁶². En particular, el Banco de España queda facultado para, eventualmente, exigir a las entidades bancarias, por motivos de riesgo sistémico, colchones anticíclicos de capital por segmentos de crédito, límites a la concentración frente a sectores de actividad económica, y límites y condiciones sobre la concesión de nuevos préstamos (en términos de, por ejemplo, la relación préstamo-valor, la ratio del préstamo sobre renta y el período de amortización en los nuevos contratos de préstamo). Algunas de estas nuevas herramientas macroprudenciales (en particular, las basadas en la capacidad de pago del prestatario) ya han sido introducidas en las normativas nacionales de otros Estados miembros de la UE y están siendo activamente utilizadas para evitar una relajación excesiva de los estándares de financiación por parte de los bancos y contribuir a la sostenibilidad del endeudamiento de familias y de empresas.

4.3 Desarrollo normativo e institucional de la UEM

En 2018 se tomaron algunas medidas para fortalecer el marco de gobernanza europeo y hacerlo más resistente frente a futuras crisis. Entre ellas destaca la reforma del MEDE, acordada en la reunión del Eurogrupo de diciembre, que comprende una ampliación de sus funciones y de su capacidad de supervisión de las políticas europeas. En el ámbito de la supervisión de las políticas económicas, se llegó a un acuerdo entre la CE y el MEDE para colaborar en la

61 Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

62 Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales. Estos nuevos instrumentos se suman a los ya disponibles para el Banco de España a través del Reglamento (UE) n.º 575/2013 y de la Directiva 2013/36/UE, de requerimientos de capital.

vigilancia de los desequilibrios macrofinancieros y en el análisis de la sostenibilidad de la deuda en los países de la UEM. Se acordó también que el MEDE asuma la función de respaldo financiero para el Fondo Único de Resolución (FUR), mediante una línea de crédito que permitirá hacer frente a situaciones excepcionales, en las que los recursos del FUR no sean suficientes para abordar la resolución de algunas entidades de crédito. Este respaldo que tendrá una cuantía límite del 1 % de los depósitos garantizados de la UEM, entrará en vigor como muy tarde en 2024 y deberá ser fiscalmente neutral en el medio plazo, de modo que los recursos comprometidos se recuperarán *a posteriori* mediante aportaciones del sector bancario. Con la introducción del respaldo financiero, además, se elimina el instrumento de recapitalización directa de entidades del MEDE.

Asimismo, se redefinieron los criterios de elegibilidad necesarios para acceder a las líneas de crédito precautorias del MEDE. El propósito de estas líneas de crédito es evitar que los problemas de liquidez que puedan registrar países con fundamentos sólidos y que respetan las reglas de gobernanza europeas desemboquen en crisis de solvencia. Para acceder a esta línea de crédito, los países deberán cumplir, en los dos años anteriores a la petición, los criterios de déficit y de deuda del PEC y no registrar desequilibrios excesivos o estar sujetos al PDE. En conjunto, los nuevos criterios de elegibilidad son más estrictos que los vigentes anteriormente, lo que dificultaría el despliegue de estos instrumentos en situaciones de estrés financiero. Asimismo, se introdujo una modificación en las denominadas «cláusulas de acción colectiva», con el propósito de facilitar el proceso de reestructuración de la deuda soberana de una economía en caso necesario. En cambio, no se alcanzó un consenso para agilizar los procesos de aprobación de decisiones en el seno de esta institución, que exigen prácticamente la unanimidad de los países en caso de que uno de ellos necesite asistencia financiera.

Pese a estos progresos, los avances en la reforma de la arquitectura económica y financiera de la UEM alcanzados en los últimos años son todavía insuficientes. La nueva CE surgida tras las recientes elecciones al Parlamento Europeo debería abordar el proceso de reforma con mayor ambición, al objeto de evitar que la moneda única siga expuesta a tensiones significativas, en caso de perturbaciones adversas graves.

En particular, es preciso culminar sin dilación la Unión Bancaria mediante el establecimiento de un sistema común de garantía de depósitos (EDIS, por sus siglas en inglés). Aun cuando ha tenido lugar un proceso de reducción de riesgos a escala nacional, la experiencia acumulada durante la crisis ha mostrado la insuficiencia de los esquemas de aseguramiento de los países individuales para reducir sustancialmente la posibilidad de que tengan lugar procesos de pérdida de confianza que puedan desembocar en retiradas de depósitos. La propuesta de la Comisión, que sugiere establecer un sistema de préstamos

entre los respectivos fondos nacionales, incrementaría la potencia de intervención, pero podría no ser suficiente si la desconfianza se extendiera a un número significativo de países. Por ello, sigue siendo esencial establecer un sistema de aseguramiento común amplio para completar la Unión Bancaria, de forma que se otorgue el mismo nivel de protección a todos los depositantes del área, con independencia de su localización.

El progreso en la integración de los mercados de capitales continúa siendo lento. Los mercados de capitales de la UEM permiten compartir riesgos en mucha menor medida que los de otras uniones monetarias, como Estados Unidos. Por ello, el proyecto de Unión de Mercados de Capitales busca diversificar y ampliar las fuentes de financiación de las empresas europeas y aumentar el grado de integración de los mercados de capitales. Aunque las instituciones europeas han impulsado algunas de estas medidas a principios de 2019, continúa habiendo grandes obstáculos para la integración de los mercados de capitales en aspectos como la armonización de la regulación y la supervisión de mercados, los procedimientos de insolvencias y la eliminación del sesgo a la financiación con deuda que existe en los sistemas tributarios de algunos países.

El Eurogrupo ha decidido avanzar en el diseño y en la implantación de un instrumento fiscal de apoyo a la competitividad y a la convergencia, pero aún no se ha alcanzado un consenso sobre una función de estabilización cíclica. En el diseño del instrumento de apoyo a la competitividad y a la convergencia, hay acuerdo sobre su función de apoyo a las necesidades de inversión pública y a las reformas estructurales identificadas en el Semestre Europeo. Sin embargo, aún no se ha alcanzado el consenso político necesario para avanzar en la propuesta de un instrumento de estabilización cíclica. Este instrumento es necesario para suavizar el impacto diferencial de las perturbaciones asimétricas y aumentar la capacidad de aseguramiento mutuo frente a posibles riesgos entre los países de la UEM.

La provisión de un activo seguro genuinamente paneuropeo constituye una pieza clave para asegurar el buen funcionamiento de la UEM. La operativa habitual de los mercados y de los intermediarios financieros demanda una disponibilidad amplia de activos de referencia con un elevado grado de liquidez y con un mínimo riesgo de contraparte, lo que se conoce normalmente como un «activo seguro» (*safe asset*). Al mismo tiempo, la crisis soberana que afectó a varios países de la UEM en la primera mitad de la década actual puso de relieve que, en situaciones de elevada incertidumbre, los inversores muestran una elevada propensión a acumular activos con un bajo nivel de riesgo percibido, a modo de inversiones *refugio*. El hecho de que, dentro de la UEM, solo un grupo relativamente reducido de emisores sean percibidos como suficientemente seguros (normalmente, los emisores soberanos de los países del núcleo de la UEM) provoca que la oferta de activos seguros o de refugio sea demasiado reducida, lo que da lugar a situaciones de escasez y excesiva carestía de estos activos seguros y genera, además,

situaciones de fragmentación financiera dentro de la propia área. En este contexto, resulta necesario diseñar e introducir elementos que permitan una mejor diversificación, mutualización y reducción de los riesgos dentro del área del euro, como los mencionados anteriormente (fondo común de garantía de depósitos, integración de los mercados de capitales y una cierta capacidad fiscal de estabilización en el ámbito de la UEM). La introducción de este tipo de elementos favorecería, a su vez, una provisión más amplia y estable de activos seguros y una distribución de los beneficios asociados a su emisión menos distorsionadora y más equitativa entre los miembros de la UEM.

En definitiva, es preciso profundizar, sin demoras injustificadas, en la reforma de la arquitectura institucional de la UEM y en los instrumentos puestos a disposición de sus autoridades económicas y supervisoras. Aunque, desde una perspectiva amplia, se ha progresado significativamente en la reforma de la gobernanza europea desde que, al inicio de la década, se desencadenara la crisis de la deuda soberana, quedan todavía muchos elementos pendientes para alcanzar una arquitectura institucional más sólida. En particular, es necesario disponer de elementos que permitan compartir y mitigar riesgos en mayor medida en el entorno del área del euro, lo que, necesariamente, conllevará cesiones adicionales por parte de las autoridades nacionales en su autonomía en diferentes ámbitos. En un contexto, como el actual, en el que el margen para introducir un estímulo adicional significativo a través de las políticas de demanda, en el conjunto de la UEM, es limitado, resulta crucial reforzar con prontitud la arquitectura institucional para incrementar la capacidad de resistencia macrofinanciera del conjunto del área ante un eventual episodio recesivo.

BIBLIOGRAFÍA

- Albert, C., C. García Serrano y V. Hernanz (2005). «Firm Provided Training and Temporary Contracts», *Spanish Economic Review*, vol. 7, n.º 1, marzo, pp. 67-88.
- Alves, P., y A. Urtasun (2019). «Evolución reciente del mercado de la vivienda en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España.
- Arce, Ó., R. Gimeno y S. Mayordomo (2017). *Making Room for the Needy: the Credit Reallocation Effects of the ECB's Corporate QE*, Documentos de Trabajo, n.º 1743, Banco de España.
- Baker, S. R., N. Bloom y S. J. Davis (2016). «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal Economics*, vol. 131, n.º 4, noviembre, pp. 1593-1636.
- Banco Central Europeo (2018). *Informe Anual 2017*.
- Banco de España (2019a). «Proyecciones macroeconómicas en España (2019-2021)», recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2019.
- (2019b). «El impacto de la desaceleración del comercio mundial sobre las exportaciones de la UEM», recuadro 2 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2019.
 - (2019c). «Expectativas de mercado sobre el tipo de interés de referencia en el área del euro», recuadro 4 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2019.
 - (2019d). «Los flujos de creación y de destrucción de empleo por tipo de contrato durante la fase de recuperación», recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2019.
 - (2019e). *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera 2019.
 - (2018a). «Las exportaciones netas de servicios no turísticos en España desde 2008», recuadro 7 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2018.
 - (2018b). «Una estimación del impacto de las recientes medidas proteccionistas», recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2018.
 - (2018c). «Efectos distributivos de la reforma del IRPF incluida en los Presupuestos Generales del Estado para 2018», recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2018.
 - (2018d). «Análisis de la evolución reciente del crédito al consumo», recuadro 2.1 del *Informe de Estabilidad Financiera*, 5/2018.
 - (2018e). «La recuperación de la economía española: los límites de las políticas de demanda y los retos para el futuro», capítulo 1 del *Informe Anual 2017*.
 - (2018f). «Evolución de los márgenes empresariales a lo largo de la crisis y en la fase de recuperación», recuadro 1.2 del *Informe Anual 2017*.
 - (2018g). «Las recientes turbulencias en los mercados emergentes», recuadro 2 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018.
 - (2018h). «Evolución reciente del mercado de crédito al consumo en España», recuadro 7 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018.
 - (2018i). «La incertidumbre política en Italia y su repercusión en los mercados financieros», recuadro 1.2 del *Informe de Estabilidad Financiera*, 11/2018.
 - (2018j). «Análisis de la evolución reciente del crédito al consumo», recuadro 2.2 del *Informe de Estabilidad Financiera*, 11/2018.
 - (2018k). «Situación económico-financiera de Turquía», recuadro 2.1 del *Informe de Estabilidad Financiera*, 11/2018.
 - (2018l). «La economía de Estados Unidos: posición cíclica y papel de las políticas de la demanda», recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2018.
 - (2018m). «Las vulnerabilidades en las economías emergentes», recuadro 2 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2018.
 - (2018n). «Algunas implicaciones de la anunciada orientación expansiva de las políticas macroeconómicas de China», recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018.

- Banco de España (2018f). “Evolución reciente y perspectivas de la cuenta del resto del mundo de la economía española”, recuadro 5 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2018.
- (2018o). “Las medidas recientes relativas al sistema de pensiones: un análisis del impacto sobre las finanzas públicas”, recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2018.
 - (2018p). “Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE”, recuadro 7 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2018.
 - (2017a). «Los posibles efectos de una reversión del proceso de globalización», recuadro 1.1 del *Informe Anual 2016*.
 - (2017b). «La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión», capítulo 2 del *Informe Anual 2016*.
 - (2017c). «El proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente», capítulo 3 del *Informe Anual 2016*.
 - (2017d). “La reabsorción de la demanda embalsada de bienes de consumo duradero”, recuadro 4 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2017.
 - (2016a). «Situación y perspectivas de la economía mundial a principios de 2016», *Boletín Económico*, marzo.
 - (2016b). «La dinámica empresarial en España: características, determinantes e implicaciones», capítulo 4 del *Informe Anual 2015*.
- Banco de Inglaterra (2018). *EU Withdrawal Scenarios and Monetary and Financial Stability - A Response to the House of Commons Treasury Committee*, noviembre.
- Barceló, C., y E. Villanueva (2018). *The Risk of Job Loss, Household Formation and Housing Demand: Evidence from Differences in Severance Payments*, Documentos de Trabajo, n.º 1849, Banco de España.
- Comisión Europea (2018). *European Semester: Country Report - Spain*.
- Cuadrado, P., y F. Tagliati (2018). «La moderación salarial en España y en la UEM», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.
- Dieppe, A., R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen y D. Lodge (eds.) (2018). *The Transition of China to Sustainable Growth - Implications for the Global Economy and the Euro Area*, ECB Occasional Papers, n.º 206.
- Dolado, J. J., S. Ortigueira y R. Stucchi (2016). «Does Dual Employment Protection Affect TFP? Evidence from Spanish Manufacturing Firms», *SERIEs*, vol. 7, n.º 4, pp. 421-459.
- Fondo Monetario Internacional (2018). «Scenario Box 1. Global Trade Tensions», *World Economic Outlook: Challenges to Steady Growth*, octubre, pp. 33-35.
- Font, P., M. Izquierdo y S. Puente (2015). *Real Wage Responsiveness to Unemployment in Spain: Asymmetries Along the Business Cycle*, Documentos de Trabajo, n.º 1504, Banco de España.
- Fu, C., y E. Moral-Benito (2018). *The Evolution of Spanish Total Factor Productivity Since the Global Financial Crisis*, Documentos Ocasionales, n.º 1808, Banco de España.
- González Mínguez, J., y A. Urtasun (2015). «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- Hernández de Cos, P., D. López-Rodríguez y J. J. Pérez (2018). *Los retos del despalancamiento público*, Documentos Ocasionales, n.º 1803, Banco de España.
- Hernández de Cos, P., J. F. Jimeno y R. Ramos (2017). *El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma*, Documentos Ocasionales, n.º 1701, Banco de España.
- Lacuesta, A., M. Izquierdo y S. Puente (2019). *Un análisis del impacto de la subida del salario mínimo interprofesional en 2017 sobre la probabilidad de perder el empleo*, Documentos Ocasionales, n.º 1902, Banco de España.
- López-Rodríguez, D., y M. L. I. Matea (2019). «El alquiler en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España, de próxima publicación.
- López-Rodríguez, D., y C. García Ciria (2018). *Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 1810, Banco de España.
- Menéndez, Á., y M. Mulino (2019). «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2018. Un avance de cierre del ejercicio», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España.

- Ministerio de Hacienda y Función Pública (2017). *Informe de la Comisión de Expertos para la revisión del modelo de financiación autonómica*, julio.
- Puente, S., y M. Pérez (2004). «Las series de *stock* de capital humano y tecnológico en los indicadores de convergencia real», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- Schivardi, F., y T. Schmitz (2018). *The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades*, CEPR Discussion Papers, 12843.
- Serra, X., J. Timini, J. Estefanía y E. Martínez Casillas (2018). «Argentina: los retos económicos frente a un entorno internacional adverso», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.
- Vega, J. L. (coord.) (2019). *Brexit: balance de situación y perspectivas*, Documentos Ocasionales, n.º 1905, Banco de España.

EL IMPACTO GLOBAL DE UNA HIPOTÉTICA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN CHINA

El fuerte crecimiento registrado en China entre 2000 y 2011, que superó el 10% en promedio anual, convirtió esta economía en la segunda de mayor tamaño a escala mundial, solo por detrás de la estadounidense. Ese período expansivo se sustentó en un modelo dirigido por las autoridades políticas chinas, basado en la inversión y en el sector exterior. No obstante, las señales de agotamiento que este modelo, cada vez más dependiente del crédito y de los estímulos fiscales, comenzó a mostrar al inicio de esta década llevaron al Gobierno a desplazar el foco desde el crecimiento a corto plazo hacia el desarrollo más sostenible a medio y a largo plazo. Para ello, el poder ejecutivo impulsó un proceso de reequilibrio de la economía, plasmado en el XII Plan Quinquenal 2011-2015, que buscaba el fomento del consumo privado frente a la inversión, de la demanda interna frente a la externa y de los servicios frente a la industria.

La puesta en práctica del plan ha conducido a una notable ralentización de la actividad, hasta tasas de crecimiento próximas al 6,5% en 2018. Esta desaceleración del producto se ha visto reforzada en los dos últimos años por los esfuerzos de las autoridades en reducir el elevado nivel de endeudamiento de las empresas y de los Gobiernos locales, dado el riesgo que supone para la estabilidad financiera, lo que ha conducido a restricciones crediticias, particularmente encaminadas al control de la banca en la sombra.

A estos desarrollos internos se han unido más recientemente, como freno adicional al crecimiento, las nuevas disputas comerciales entre Estados Unidos y China. Las ventas a la economía norteamericana representan cerca del 23% del total de las exportaciones chinas y casi un 4,2% del PIB del país, por lo que un hipotético recrudescimiento de la confrontación arancelaria podría dañar de modo significativo la actividad¹. En particular, el aumento de barreras comerciales reduciría por añadidura los beneficios y el empleo en la industria manufacturera e impactaría negativamente sobre la confianza, con el consiguiente efecto adverso sobre la renta,

la inversión y el consumo privados. A más largo plazo, la reducción del comercio y el desplazamiento de las empresas chinas en las cadenas globales de producción podrían afectar a la productividad total de los factores y al crecimiento potencial.

La economía china ha alcanzado un peso muy elevado en el PIB mundial —casi una quinta parte del total, en términos de paridad de poder de compra—, y su contribución al crecimiento de esta variable es asimismo muy significativa —cerca de 1 punto porcentual (pp) en promedio anual desde 2005—. Además, su interrelación con otras áreas geográficas está aumentando rápidamente. Todo ello hace que las repercusiones a escala global de la evolución de la economía china sean cada vez más relevantes. Una eventual desaceleración adicional de la actividad en este país se transmitiría al resto del mundo a través de varios canales, tanto directos como indirectos.

Entre los primeros, cabe mencionar los que discurren a través del comercio internacional de bienes y de servicios finales, y a través de la demanda de materias primas —especialmente, petróleo y metales—, ámbitos en los que China tiene un papel preponderante. Un tercer canal directo, el de las exposiciones financieras, tiene menor importancia, dado que la apertura de la cuenta de capital china es todavía limitada. Los canales indirectos, cuyo impacto sería tanto más pronunciado cuanto más inesperada, abrupta y persistente fuera la desaceleración de esta economía asiática, incluyen un aumento de la incertidumbre y un deterioro de la confianza global que dieran lugar a un episodio de aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales que llevara aparejadas caídas bursátiles y elevaciones de las primas de riesgo. Finalmente, las tensiones comerciales frente a Estados Unidos pueden originar cambios en la localización de las cadenas de producción globales, en las que China tiene un papel prominente, con efectos sobre la actividad de terceros países, que podrían ser positivos o negativos, dependiendo de su complementariedad o sustituibilidad respecto a la producción de China.

¹ Después de la fase inicial de subidas arancelarias impuestas por Estados Unidos sobre sus importaciones de China en julio de 2018 (que afectaron a un volumen de compras por valor de 50 mm de dólares), la Administración Trump sometió otro conjunto de importaciones de China (por valor de 200 mm de dólares) a un arancel del 10%, que puede convertirse en un 25% si no llegan a buen término las negociaciones que actualmente están en marcha entre los dos países. Además, Estados Unidos ha amenazado con imponer aranceles a los restantes 267 mm de dólares de importaciones chinas. Antes de estas medidas, el arancel medio que Estados Unidos imponía a los productos de China se situaba en el entorno del 3%. En respuesta a los aranceles estadounidenses, China ha impuesto hasta la fecha aranceles a una serie de importaciones de productos estadounidenses, por valor de 110 mm de dólares.

EL IMPACTO GLOBAL DE UNA HIPOTÉTICA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN CHINA (cont.)

Para valorar el impacto de una eventual desaceleración intensa de la economía china sobre el resto del mundo, se ha realizado una simulación con el modelo de equilibrio general NiGEM, que incorpora varios canales de interdependencia entre economías². Este escenario hipotético incorpora una serie de perturbaciones de carácter permanente, asociadas a los canales de transmisión mencionados, que inciden simultáneamente a partir de 2019. En concreto, el escenario incluye ingredientes de tres tipos: i) una caída de 1 pp del crecimiento potencial de China y un retroceso de la misma magnitud de su demanda interna, al que la inversión contribuye en un 80 % (lo que activa el «canal comercial»); ii) reducciones del 7 % de los precios del petróleo y del 8 % de los precios de los metales, asociadas a la ralentización del crecimiento de China, que se traslada a una disminución de la demanda final en las economías productoras de materias primas (lo que incide en el «canal de materias primas»), y iii) efectos adversos sobre los mercados financieros, que reflejan un deterioro de la confianza («canal financiero»). Estos efectos darían lugar, hipotéticamente, a una corrección del 10 % de las bolsas de China, Europa, Japón y Estados Unidos, un aumento de 50 puntos básicos (pb) de la prima de riesgo de las acciones y una subida de 60 pb de los tipos de interés a largo plazo en las economías emergentes³. Para evaluar la relevancia de cada uno de estos tres canales, se han simulado no solo conjuntamente, sino también de forma individual⁴.

Los resultados del ejercicio se recogen en el cuadro 1 y en el gráfico 1. El escenario conjunto daría lugar a una reducción del crecimiento mundial de 0,4 pp al cabo de un año. Este impacto viene dado, a partes iguales, por los canales comercial y financiero, sin que sea tan relevante, a escala global, el canal de descenso de los precios de las materias primas. De hecho, en las economías avanzadas, este último canal tendría un efecto expansivo, debido al abaratamiento de las importaciones de materias primas, lo que limitaría el efecto de las otras perturbaciones, de modo que el impacto conjunto sobre el PIB sería de -0,3 pp. La contracción de la actividad sería más acusada en las economías emergentes (-0,5 pp), lo que afectaría fundamentalmente a los productores de materias primas y a algunas economías asiáticas con fuertes interrelaciones con China. Este escenario generaría presiones desinflacionistas, más pronunciadas en las economías emergentes, especialmente en las productoras de materias primas. En líneas generales, los impactos obtenidos tienen una magnitud mayor que los recogidos en un ejercicio desarrollado recientemente por el Banco Central Europeo (BCE)⁵, en el que predominan los efectos a través del canal del precio de las materias primas y donde el canal financiero está ausente.

Existen diversos factores que, no obstante, podrían hacer que los efectos fueran más reducidos. En primer lugar, el ejercicio realizado no tiene en cuenta la previsible reacción expansiva de las políticas monetaria y fiscal en China,

2 La simulación incorpora diversos supuestos. En concreto, se considera que las expectativas son adaptativas, los tipos de cambio nominales permanecen constantes, la política monetaria sigue —en la mayor parte de los países— una regla de Taylor y la política fiscal actúa como estabilizador automático (manteniendo, simultáneamente, un objetivo de saldo presupuestario a medio plazo).

3 En la calibración se han utilizado diversos estudios: Banco Asiático de Desarrollo (2016), «Structural Change and Moderating Growth in the People's Republic of China: Implications for Developing Asia and Beyond» (canal comercial); A. Ghoshray y M. Pundit (2016), *The Impact of a People's Republic of China Slowdown on Commodity Prices and Detecting the Asymmetric Responses of Economic Activity in Asian Countries to Commodity Price Shocks*, ADB Economics Working Paper Series, n.º 493, Banco Asiático de Desarrollo (ADB), Manila (impacto sobre los precios del petróleo y de los metales); Banco Mundial e International Council on Mining and Metals, Caldara, Cavallo y Iacoviello (2018) y Stuermer (2017) (efectos de los cambios en esos precios sobre la demanda final de los países productores), y L. Metelli y F. Natoli (2017), «The Effect of a Chinese Slowdown on Inflation in the Euro Area and the United States», *Economic Modelling*, n.º 62, pp. 16-22 (aumento de la prima de riesgo). Finalmente, la subida del EMBI (índice de las cotizaciones de bonos soberanos en el conjunto de las economías emergentes) es equivalente a la registrada durante las turbulencias del inicio de 2016, causadas por las incertidumbres sobre la desaceleración que China estaba experimentando en ese momento.

4 Debido a la presencia de no linealidades, el impacto obtenido en la simulación conjunta es algo mayor que la suma de los efectos obtenidos en las simulaciones individuales. No obstante, la diferencia no es cuantitativamente muy relevante.

5 A. Dieppe, J. Han, R. Gilhooly, L. Korhonen y D. Lodge (eds.) (2018), *The Transition of China to Sustainable Growth – Implications for the Global Economy and the Euro Area*, ECB Occasional Papers, n.º 206.

EL IMPACTO GLOBAL DE UNA HIPOTÉTICA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN CHINA (cont.)

Cuadro 1
IMPACTO EN EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL (%) SEGÚN DISTINTAS PERTURBACIONES (en pp)

Shock conjunto					Canal comercial				Canal de materias primas				Canal financiero			
					1 pp de caída del potencial y reequilibrio de la demanda final				-6,9 % en el precio del petróleo y -7,8 % en el precio de los metales				Caída del 10 % de las bolsas, subida de la prima de riesgo de las acciones de 50 pb y de los tipos de interés a largo plazo en economías emergentes de 60 pb			
					China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo
t+1	-0,69	-0,27	-0,52	-0,41	-0,60	-0,07	-0,27	-0,19	0,07	0,08	-0,04	0,01	-0,09	-0,25	-0,15	-0,19
t+2	-0,68	0,14	-0,29	-0,11	-0,72	-0,04	-0,31	-0,20	0,15	0,18	0,15	0,16	-0,01	-0,02	-0,03	-0,02
Promedio	-0,68	-0,06	-0,40	-0,26	-0,66	-0,06	-0,29	-0,20	0,11	0,13	0,05	0,08	-0,05	-0,14	-0,09	-0,11

FUENTE: Banco de España.

Cuadro 2
VARIACIÓN DE LA INFLACIÓN (%) SEGÚN DISTINTAS PERTURBACIONES (en pp)

Shock conjunto					Canal comercial				Canal de materias primas				Canal financiero			
					1 pp de caída del potencial y reequilibrio de la demanda final				-6,9 % en el precio del petróleo y -7,8 % en el precio de los metales				Caída del 10 % de las bolsas, subida de la prima de riesgo de las acciones de 50 pb y de los tipos de interés a largo plazo en economías emergentes de 60 pb			
					China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo	China	Ec. av.	Ec. emer.	Mundo
t+1	-0,48	-0,34	-0,98	-0,71	0,00	-0,02	-0,10	-0,07	-0,45	-0,25	-0,72	-0,52	-0,02	-0,07	-0,14	-0,11
t+2	-0,27	-0,40	-1,11	-0,82	0,02	-0,05	-0,22	-0,15	-0,17	-0,11	-0,41	-0,29	-0,01	-0,05	-0,09	-0,07
Promedio	-0,37	-0,37	-1,04	-0,77	0,01	-0,04	-0,16	-0,11	-0,31	-0,18	-0,56	-0,41	-0,02	-0,06	-0,11	-0,09

FUENTE: Banco de España.

NOTA: Simulaciones realizadas con el modelo macroeconómico trimestral NiGEM. Las perturbaciones empiezan a incidir en el primer trimestre de 2019.

Una desaceleración adicional de China incidiría en una reducción considerable del crecimiento mundial. Mientras que en las economías avanzadas el efecto expansivo de los precios de las materias primas limitaría el efecto de las otras perturbaciones, en las emergentes la contracción de la actividad sería más acusada en los productores de materias primas y en las economías asiáticas.

Gráfico 1
IMPACTO EN EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL - PRIMER AÑO

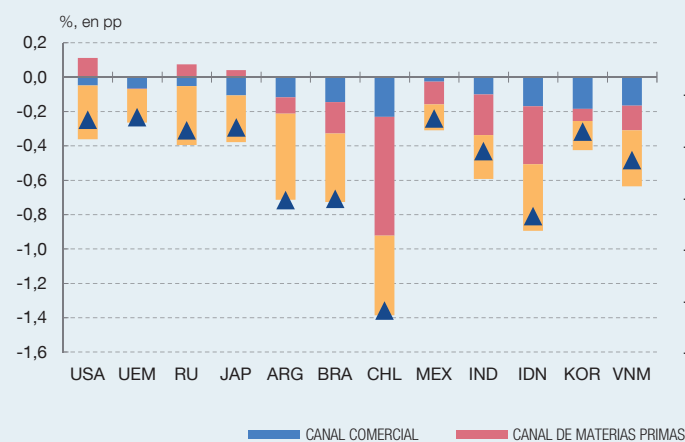
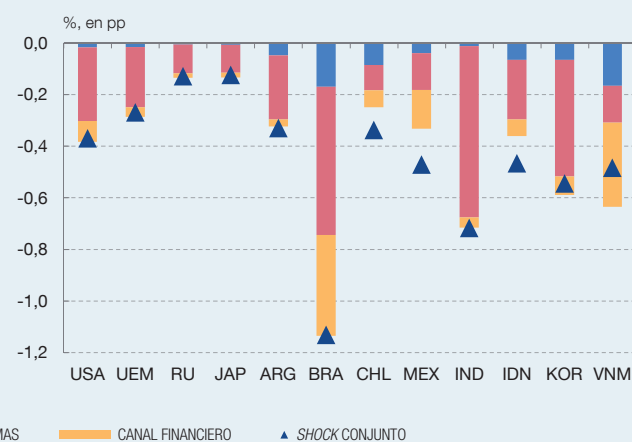


Gráfico 2
IMPACTO EN LA INFLACIÓN ANUAL - PRIMER AÑO



FUENTE: Banco de España.

EL IMPACTO GLOBAL DE UNA HIPOTÉTICA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN CHINA (cont.)

aunque es cierto que, si una de las consecuencias de la expansión monetaria fuera una depreciación cuantiosa del renminbi, los efectos podrían verse incluso amplificados. Por otro lado, la simulación realizada puede estar infraestimando las transformaciones recientes de la estructura productiva, comercial y financiera china. A pesar de que este país se ha convertido en las últimas décadas en el motor del comercio mundial de bienes —actualmente es el primer exportador y el segundo importador—, su

capacidad de arrastre está reduciéndose, por varias razones. Por un lado, el propio desarrollo económico ha conducido a una estructura productiva más diversificada y, por tanto, a un menor contenido importador de las exportaciones chinas. Por otro lado, la disminución de la intensidad importadora se ve también reforzada por los cambios en la estructura económica hacia un mayor peso del consumo, en detrimento de la inversión, y hacia un peso creciente del sector terciario.

LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL EMPEORAMIENTO DEL ENTORNO EXTERIOR

En 2018, el crecimiento del PIB en España —del 2,6 %— no fue muy distinto del que el Banco de España proyectó en diciembre de 2017 —de un 2,4 %— (véanse gráficos 1 y 2). Sin embargo, la composición sí que difirió notablemente de la esperada. En concreto, la aportación de las exportaciones netas al crecimiento del PIB fue 0,7 puntos porcentuales (pp) menor que la prevista, mientras que la de la demanda nacional fue 0,8 pp más alta, sorpresa a la que el consumo privado y el consumo

público contribuyeron en dos décimas cada uno de ellos, y las inversiones en equipo, en viviendas, en otras construcciones y en variación de existencias lo hicieron en 0,1 pp en cada caso. Por el contrario, en el área del euro, al comportamiento más negativo de lo esperado de las exportaciones se añadió una sorpresa del mismo signo en la demanda nacional, lo que llevó a un crecimiento del PIB del 1,9 %, cuatro décimas por debajo de lo proyectado¹.

Gráfico 1
ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE):
PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA EN 2018
Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones

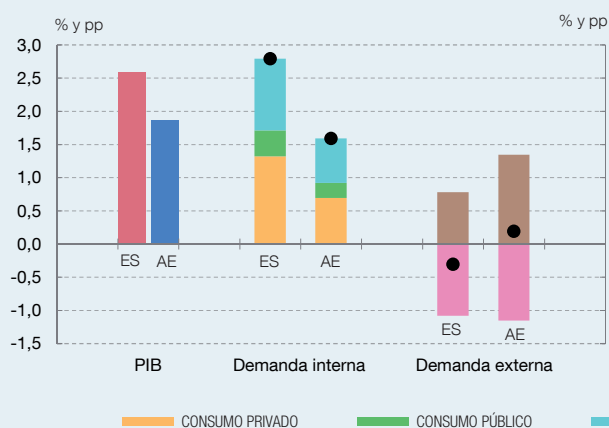


Gráfico 2
ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE):
DIFERENCIAS ENTRE EL PIB Y LOS COMPONENTES DE DEMANDA OBSERVADOS Y SUS PROYECCIONES DE DICIEMBRE DE 2017
Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones

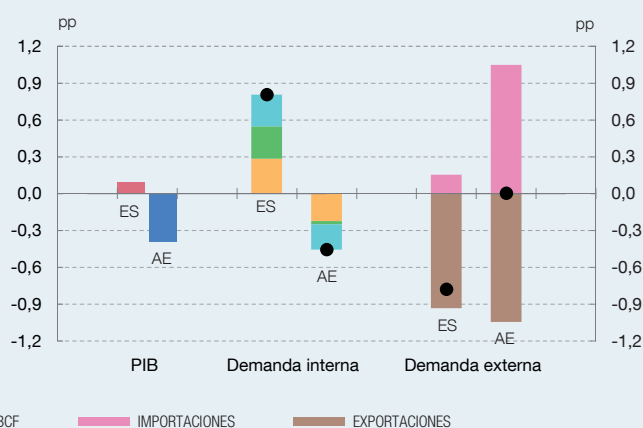


Gráfico 3
ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO: EVOLUCIÓN DE DIVERSAS VARIABLES
Tasas de crecimiento y niveles en porcentaje de la renta bruta disponible y del PIB
Tasas de variación interanual en términos reales

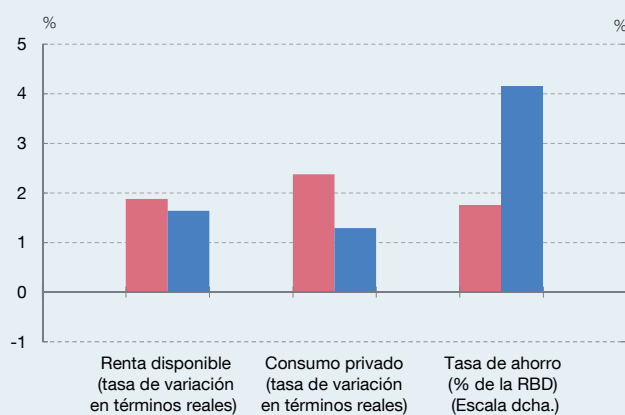
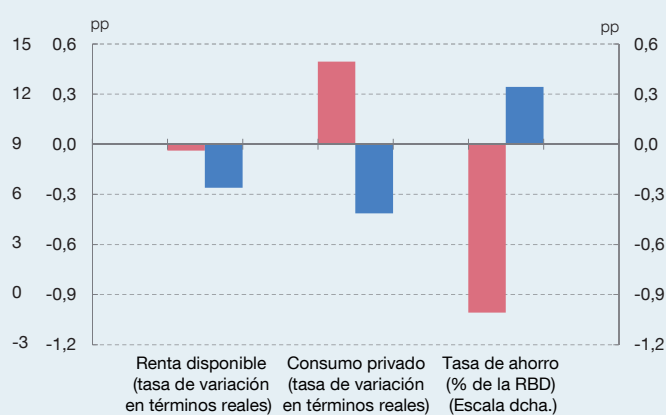


Gráfico 4
ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO:
DIFERENCIAS ENTRE LOS VALORES OBSERVADOS Y LOS PROYECTADOS EN DICIEMBRE DE 2017



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

1 Véanse BCE (2019), *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2019*, y BCE (2017), *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017*.

LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL EMPEORAMIENTO DEL ENTORNO EXTERIOR (cont.)

El mayor sostenimiento de la actividad y de la demanda interna en España, frente al debilitamiento observado en el área del euro, pudo responder a múltiples causas, que resulta útil agrupar en dos categorías. Por un lado, cabe la posibilidad de que ambas economías se vieran afectadas de forma asimétrica por perturbaciones comunes. Por otro lado, pudieron existir factores idiosincrásicos de diversos tipos que recayeran solamente sobre una de ellas.

Comenzando por el primer tipo de factores, las divergencias observadas podrían explicarse, en parte, porque las sorpresas en el conjunto de los supuestos comunes sobre los cuales se condicionan las proyecciones hubieran afectado de distinta manera a España y al conjunto del área del euro. Entre esas sorpresas, el pasado año destacó la notable e inesperada desaceleración de los mercados exteriores, que, aunque perjudicó a ambas economías, podría haber tenido efectos diferenciados más severos sobre una de ellas, bien porque afectara comparativamente en mayor medida a sus exportaciones, bien porque repercutiera con más intensidad sobre el componente interno de su demanda.

En 2018, el crecimiento de los mercados de exportación de España fue inferior en 1,9 pp al que se proyectaba en diciembre del año anterior (véase cuadro 1). En el promedio de los tres mayores países del área del euro —esto es, Alemania, Francia e Italia—, esa diferencia tuvo una magnitud menor (de 1,2 pp), lo que se explica por el mayor peso relativo, dentro del conjunto de los mercados

exteriores españoles, de aquellos cuya evolución sorprendió a la baja en mayor medida. Por otro lado, de acuerdo con las simulaciones realizadas con los modelos de los correspondientes bancos centrales nacionales, el impacto sobre el crecimiento del PIB de una reducción de la demanda externa de un 1 % sería, tanto en el caso de España como en el del promedio de los tres países considerados, de 0,18 pp al cabo de un año. Por tanto, dada esta elasticidad, el peor comportamiento de las demandas externas respectivas habría dado lugar a una disminución de la tasa de variación del PIB de unas tres décimas en el caso de España y de unas dos en el promedio de los otros tres países². Además, el impacto negativo del mayor nivel del precio del petróleo, en relación con el anticipado a finales de 2017, sobre el PIB y la demanda interna habría sido muy similar en los cuatro países considerados (véase cuadro 2), en tanto que el efecto conjunto del resto de las sorpresas en las variables sobre las cuales se condicionan las proyecciones habría sido prácticamente nulo en todos los casos. Por consiguiente, los efectos asimétricos de las perturbaciones comunes no parecen poder explicar que el PIB y la demanda interna se vieran sometidos a sorpresas positivas en nuestro país, en contraste con las de signo negativo en las tres economías de mayor tamaño de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Los factores idiosincrásicos, por su parte, constituyen, por su propia naturaleza, una categoría muy heterogénea. En primer lugar, a lo largo de 2018 se materializaron

Cuadro 1
MERCADOS EXTERIORES EN 2018: IMPACTO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LA CONTRIBUCIÓN DE LAS DEMANDAS INTERNA Y EXTERNA

	Crecimiento de los mercados en 2018 (%)			Impacto (pp) sobre...		
	Esperado en diciembre de 2017 (1)	Observado en marzo de 2019 (2)	Diferencias (pp) (2) - (1)	PIB	Demanda interna (contr.)	Demanda externa (contr.)
España	5,0	3,1	-1,9	-0,3	-0,1	-0,2
Promedio (Alemania, Francia e Italia)	4,8	3,5	-1,2	-0,2	-0,1	-0,1
Alemania	4,5	3,5	-1,0	-0,4	-0,1	-0,3
Francia	4,9	3,6	-1,3	-0,1	-0,1	-0,1
Italia	4,9	3,5	-1,4	-0,1	-0,1	-0,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

² Además, el comportamiento más desfavorable de lo esperado de los mercados de exportación habría tenido un impacto negativo sobre el crecimiento de la demanda interna en una magnitud de 0,1 pp, tanto en España como en el promedio de Alemania, Francia e Italia.

LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL EMPEORAMIENTO DEL ENTORNO EXTERIOR (cont.)

distintas circunstancias imprevistas, que, de forma inesperada y predominantemente transitoria, habrían podido incidir de forma adversa sobre las principales economías del área del euro, sin afectar de manera directa a nuestro país³. En segundo lugar, la política fiscal tuvo en España una orientación más expansiva con respecto a lo que se esperaba en diciembre de 2017. En concreto, las estimaciones más recientes, realizadas en el contexto de la formulación de las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2019, apuntan a un empeoramiento del saldo estructural primario entre 2017 y 2018, frente a la variación nula esperada en diciembre de 2017.

Según las simulaciones realizadas con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), la magnitud de la

contribución de las medidas discrecionales expansivas al crecimiento del PIB en 2018 habría sido, aproximadamente, de entre dos y tres décimas⁴.

En tercer lugar, el comportamiento de los hogares en 2018 en España, en términos de sus decisiones de gasto y de ahorro, difirió significativamente tanto del que se esperaba antes de que comenzara el año como del que pudo observarse en el área del euro. Concretamente, el crecimiento del consumo privado, de un 2,3% en términos reales, superó en 0,8 pp al de las rentas, lo que llevó a un descenso de la tasa de ahorro de seis décimas (véase gráfico 3). Estos desarrollos contrastan notablemente con las proyecciones realizadas en diciembre de 2017, que predecían que la tasa de ahorro

Cuadro 2
IMPACTO EN PUNTOS PORCENTUALES DE DIVERSOS FACTORES SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LAS CONTRIBUCIONES DE LAS DEMANDAS INTERNA Y EXTERNA

	Precio del petróleo			Otras variables (a)		
	PIB	Demanda interna (contr.)	Demanda externa (contr.)	PIB	Demanda interna (contr.)	Demanda externa (contr.)
España	-0,06	-0,10	0,04	0,02	0,00	0,02
Promedio (Alemania, Francia e Italia)	-0,06	-0,09	0,03	0,01	-0,01	0,03
Alemania	-0,09	-0,13	0,04	0,03	0,00	0,03
Francia	-0,03	-0,05	0,02	0,01	0,00	0,01
Italia	-0,06	-0,10	0,04	0,01	-0,03	0,03

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Incluye tipos de cambio, tipos de interés y cotizaciones bursátiles.

- 3 A principios de año, los factores mencionados incluyeron la climatología adversa, las epidemias de gripe que aquejaron al norte y al centro de Europa y algunas huelgas sectoriales en el caso específico de Alemania (véase recuadro 2, “[La desaceleración de la actividad económica en el área del euro: ¿factores permanentes o transitorios?](#)”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España). A partir de la primavera, Italia se vio afectada por las incertidumbres acerca del curso de sus políticas económicas, que tuvieron como consecuencia una elevación del coste de financiación de esa economía. Inmediatamente después del verano, las dificultades de los productores de automóviles para adecuar su oferta a la nueva normativa de emisiones contaminantes dieron lugar a un debilitamiento de la producción de esta industria (véase recuadro 4, “[Impacto de la nueva norma de emisiones sobre el mercado del automóvil](#)”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España). No obstante, España no habría sido inmune a esta última circunstancia, que habría perjudicado especialmente a Alemania, mientras que, por el contrario, su incidencia en Francia habría sido comparativamente más reducida. Ya en el tramo final del año, la agitación social pudo restar alguna décima al crecimiento del PIB de la economía gala.
- 4 Estas estimaciones son sensibles al supuesto realizado acerca de la propensión a consumir de los hogares que resultaron más directamente beneficiados por las medidas de aumento del empleo, los salarios y las transferencias públicas y de reducción de determinadas cargas impositivas, contempladas en los Presupuestos Generales del Estado de 2018. En todo caso, la estimación precisa del impacto del tono de la política presupuestaria sobre la actividad en el corto plazo está sujeta a un elevado grado de incertidumbre, puesto que la misma depende de numerosos factores, que incluyen las circunstancias específicas de la economía. En concreto, la literatura señala que el valor de los multiplicadores fiscales tiende, por un lado, a ser más elevado en las proximidades del límite inferior efectivo de los tipos de interés y, por otro lado, a ser más reducido en la fase alcista del ciclo, circunstancias ambas que se dieron en 2018 en el caso de la economía española, sin que sea fácil determinar el impacto neto de ambas.

LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL EMPEORAMIENTO DEL ENTORNO EXTERIOR (cont.)

repuntaría en 2018 en una décima, en un contexto de menor crecimiento del consumo (véase gráfico 4)⁵. A título ilustrativo, un ejercicio realizado con el MTBE en el que se simula un comportamiento menos expansivo del gasto de los hogares que replica ese aumento inicialmente proyectado de 0,1 pp de su tasa de ahorro conduce a un crecimiento del PIB inferior en unos 0,4 pp en 2018.

El descenso de la tasa de ahorro en España, su naturaleza no anticipada y el distinto comportamiento de esta variable en comparación con lo observado en el área del euro pueden responder a múltiples causas, de naturaleza muy distinta, algunas de las cuales sugieren la presencia de ciertos límites a la capacidad de los hogares para mantener en el futuro el dinamismo que ha mostrado recientemente su gasto en consumo⁶. Además, la reducción de la tasa de ahorro a lo largo de la recuperación ha venido acompañada de un aumento de la proporción del consumo que es financiada a través del crédito⁷ y, por tanto, con cargo a rentas futuras, lo que apunta a la posibilidad de que algunos agentes pudieran quizá estar incurriendo en una cierta sobreestimación de sus niveles de renta futura, lo que a

su vez aumenta su vulnerabilidad ante eventuales perturbaciones adversas.

En conclusión, los soportes del crecimiento en nuestro país en 2018 incluyeron un tono expansivo de la política presupuestaria y una elevada propensión al gasto de los hogares. Este análisis aconseja, por tanto, una aproximación cautelosa a la hora de extrapolar hacia el futuro el mejor comportamiento relativo de la economía española frente a sus referencias naturales dentro de la UEM. Por un lado, la consecución de un crecimiento más elevado en el corto plazo a expensas de retrasar la necesaria consolidación de las finanzas públicas —algo que, básicamente, viene observándose desde 2015— puede conllevar ciertos costes adicionales en el futuro, como se señala en el apartado 4.2.2 de este capítulo. Por otro lado, el reducido nivel de la tasa de ahorro, el hecho de que el sector de los hogares haya incurrido en necesidades netas de financiación (esto es, de que su ahorro sea insuficiente para financiar su inversión) y el elevado crecimiento del recurso al crédito para financiar el consumo apuntan, de cara al futuro, a una posible moderación del ritmo de avance del gasto de las familias.

-
- 5 Por su parte, aunque el crecimiento de las rentas de los hogares en las tres principales economías del área del euro fue similar al observado en España, su consumo fue muy inferior, lo que dio lugar a un aumento de su tasa de ahorro de 0,4 pp, algo mayor que el previsto un año antes.
- 6 Entre las explicaciones más benevolentes se encuentran una posible mayor incidencia en España de los efectos composición asociados al hecho de que los nuevos entrantes en el mercado de trabajo tengan una propensión a consumir muy elevada o la posibilidad de que el proceso por el que ha venido satisfaciéndose la demanda embalsada acumulada durante la crisis tenga un grado de persistencia más elevado que el que se había supuesto, factores cuya incidencia es probablemente menor en otras economías del área. Véase el [capítulo 1 del Informe Anual 2017 del Banco de España](#) para una descripción de los diversos factores que habrían explicado la evolución de la tasa de ahorro de los hogares en la última década.
- 7 Véase recuadro 7, “Evolución reciente del mercado de crédito al consumo en España”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018, Banco de España.

EL EMPLEO Y LA PRODUCTIVIDAD SECTORIAL EN LA RECUPERACIÓN

La recuperación económica iniciada en la segunda mitad de 2013 ha sido muy intensa en creación de empleo. Según las cifras de la Contabilidad Nacional, desde el primer trimestre de 2014 se han creado 2,4 millones de puestos de trabajo, hasta alcanzar un crecimiento acumulado del 14,9 %, que supera al observado en el período análogo de la fase expansiva anterior (véanse gráficos 1 y 2). A pesar de ello, el nivel de empleo a finales de 2018 era todavía un 8 % inferior al previo a la crisis.

Desde el punto de vista sectorial, el patrón de aumento de la ocupación desde el mínimo es relativamente similar al del ciclo iniciado en 1993. Se han producido crecimientos superiores a la media en la construcción y en los servicios de mercado. Por el contrario, la recuperación ha sido más moderada en la industria (donde además se ha observado recientemente una desaceleración) y en los servicios de no mercado. Si se desciende a un grado mayor de desagregación, con los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), destaca en el ciclo actual el aumento del empleo en las ramas de la hostelería (31,5 %) y del transporte (21,4 %). Por su parte, dentro de la industria, la generación de puestos de trabajo ha revestido especial intensidad en algunas ramas manufactureras, como la fabricación de textil (49,5 %), cuero y calzado (48,8 %) o la recogida, tratamiento y eliminación de residuos (40,1 %), con incrementos que superan a los observados en el sector de la construcción (29,3 %).

La comparación de los niveles de empleo sectoriales con los observados antes de la crisis muestra una situación muy heterogénea. A finales de 2018, el empleo ya habría recuperado el nivel de 2008 en las ramas de servicios de mercado, y se encontraría un 11 % por encima de dicho nivel en los servicios de no mercado. Sin embargo, en la industria y en la construcción los niveles son aún muy inferiores a los de 2008 (77 % y 48 %, respectivamente), mientras que en la agricultura el empleo se sitúa todavía un 8 % por debajo. Estos desarrollos habrían intensificado la tendencia de largo plazo, compartida con otras economías avanzadas, hacia un mayor peso de las ramas de servicios. Por el contrario, tanto las ramas industriales como, especialmente, la construcción han perdido peso relativo en la economía española en estos diez años.

A lo largo de la recuperación, los crecimientos del empleo y de la actividad económica han sido muy similares, lo que ha dado lugar, como en el período expansivo previo, a avances muy reducidos de la productividad del trabajo. En concreto, desde 2014 esta variable ha aumentado solo un 0,2 % en media anual, e incluso en 2018 se registró un crecimiento nulo. En términos sectoriales, la

evolución del valor añadido ha sido relativamente similar a la observada en el empleo, de forma que el aumento del valor añadido de las ramas de construcción (27,5 %) y servicios de mercado (14,4 %) ha superado la media, mientras que en el caso de la industria, con crecimientos elevados del valor añadido (15,5 %), la productividad ha mejorado. De hecho, la correlación, a un mayor nivel de desagregación sectorial, entre el nivel de productividad al inicio de la recuperación y los cambios en los pesos del empleo de cada una de las ramas ha sido ligeramente positiva (véase gráfico 3). Es decir, aunque de forma muy modesta, la ocupación ha crecido con algo más de intensidad en los sectores con mayores niveles iniciales de productividad.

En el gráfico 4 se descompone el crecimiento de la productividad en las contribuciones de los cambios en los pesos sectoriales (efectos composición) y en la productividad dentro de cada sector (resto). Este último factor fue el que dio lugar al fuerte incremento de la productividad en el período de crisis, asociado a la elevada destrucción de empleo. Sin embargo, ese repunte no ha tenido continuidad en la fase de recuperación, siguiendo así el patrón habitual en las etapas expansivas de la economía española.

Por tipo de empleo, la mitad de los puestos de trabajo creados a lo largo de la fase alcista del ciclo, en términos netos, han sido temporales, si bien este porcentaje está mostrando una clara tendencia decreciente. Así, mientras que, al inicio de la recuperación, en 2014, el 80 % del aumento de los empleos fue temporal, este porcentaje ha ido descendiendo paulatinamente con posterioridad, hasta situarse en el 31 % en 2018 (véase gráfico 5). Aunque esta cifra es todavía elevada (y similar a la observada en promedio en la fase de recuperación, comprendida entre 1995 y 1999), ha permitido que la ratio de temporalidad se haya estabilizado el pasado año, tras los sucesivos incrementos del cuatrienio precedente. Además, los desarrollos observados han sido algo más positivos si se considera solamente el sector privado, en el cual la proporción de empleos netos creados bajo la modalidad indefinida asciende al 55,4 % del total en el conjunto del período 2014-2018 y al 80,5 % en este último año. En contraste, toda la creación neta de empleo registrada en el sector público desde 2014 ha sido temporal. En conjunto, esta evolución ha dado lugar a un incremento de la ratio de temporalidad de 3,7 pp (3,1 pp en el sector privado y 5,9 pp en el público) desde 2013, hasta alcanzar el 26,8 % en 2018 (véase gráfico 6), cifra muy superior al promedio europeo, aunque aún alejada del 32,6 % observado en el promedio de 2002-2007. Este

Recuadro 1.3

EL EMPLEO Y LA PRODUCTIVIDAD SECTORIAL EN LA RECUPERACIÓN (cont.)

Gráfico 1
NIVEL DE EMPLEO CNTR POR GRANDES RAMAS DESDE EL INICIO DE LA RECUPERACIÓN ACTUAL (a)

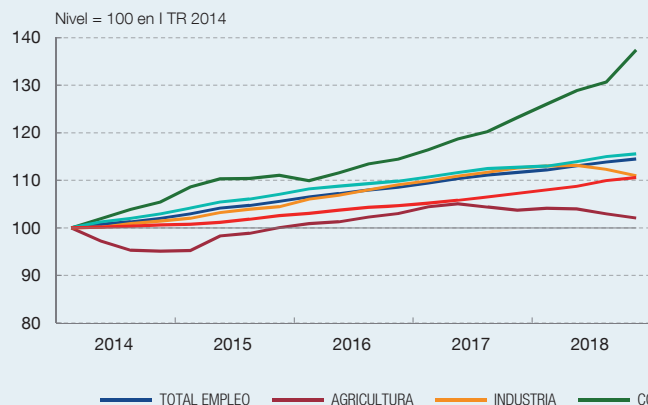


Gráfico 2
NIVEL DE EMPLEO CNTR POR GRANDES RAMAS DESDE EL INICIO DE LA RECUPERACIÓN EN 1993 (a)

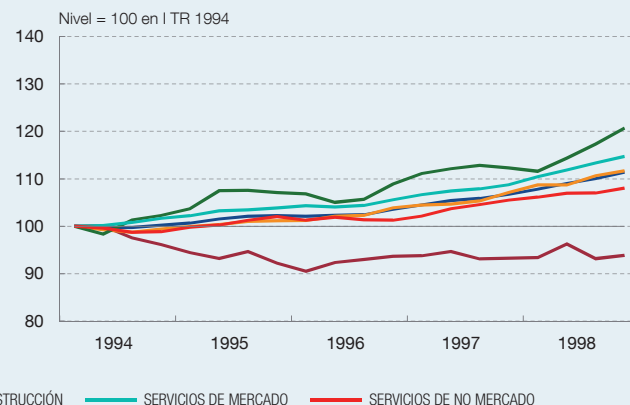


Gráfico 3
CAMBIOS EN LAS CUOTAS DE EMPLEO ENTRE 2014 Y 2018 SEGÚN LAS RAMAS Y EL NIVEL DE PRODUCTIVIDAD (b)

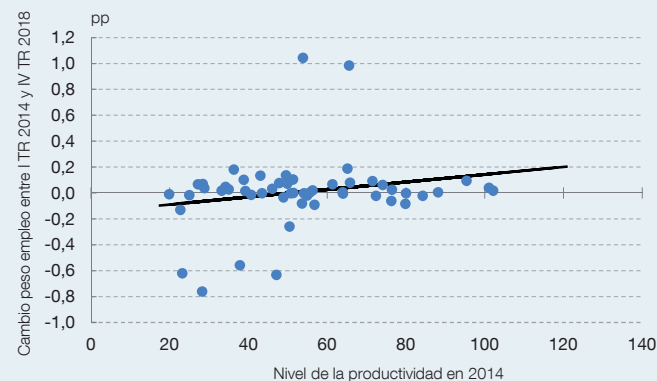


Gráfico 4
TASA DE VARIACIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL VAB Y EFECTO COMPOSICIÓN (a)

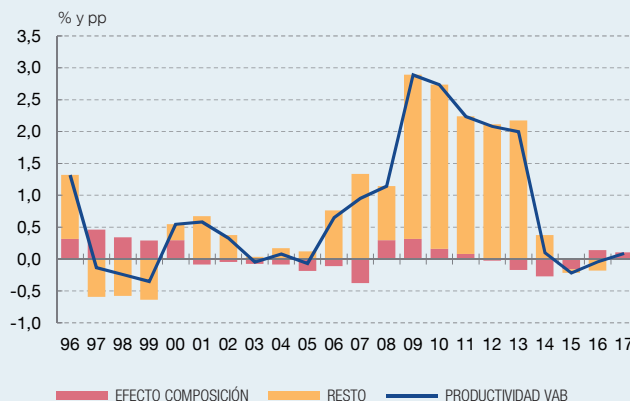


Gráfico 5
VARIACIÓN ANUAL DEL EMPLEO TOTAL DEBIDA A LOS EMPLEOS INDEFINIDOS

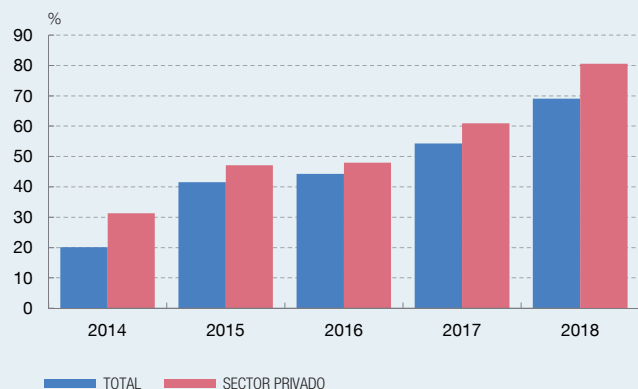
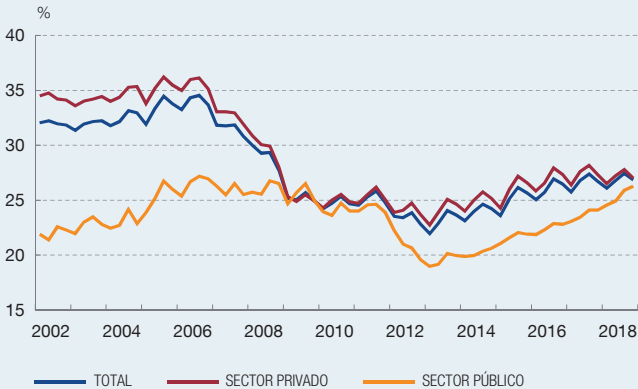


Gráfico 6
RATIO DE TEMPORALIDAD



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (CNTR y EPA).

a Datos de la CNTR. Empleo medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

b Ramas a dos dígitos de la CNAE-2009. Cambio del peso del empleo con datos de la EPA. Se excluyen ocho ramas, por tener valores atípicos.

EL EMPLEO Y LA PRODUCTIVIDAD SECTORIAL EN LA RECUPERACIÓN (cont.)

aumento de la temporalidad, que está relacionado con el reducido nivel de productividad de las nuevas contrataciones, explicaría también el bajo crecimiento de esta variable dentro de cada sector en la reciente recuperación (véase gráfico 4).

Finalmente, una característica relevante de la evolución del empleo durante el período de crisis iniciado en 2008 fue el notable aumento relativo de la contratación a tiempo parcial, que elevó la ratio de parcialidad en 4 pp entre 2008 y 2013, hasta el 15,8 %. Por el contrario, en el período de recuperación iniciado en 2014, la gran mayoría del empleo creado ha sido a jornada completa (94,2 %), lo

que ha permitido que la ratio de parcialidad se haya reducido hasta el 14,6 % en 2018.

En conclusión, el intenso crecimiento del empleo está alineado con el de la actividad a escala sectorial, lo que ha dado lugar, como en anteriores ciclos expansivos de la economía española, a un perfil de escaso crecimiento de la productividad del trabajo. La temporalidad sigue también un patrón similar al de anteriores recuperaciones, aunque se encuentra aún por debajo de los máximos alcanzados en el período precrisis, y los desarrollos más recientes en el sector privado de la economía muestran un descenso del peso de los contratos temporales sobre el total en 2018.

LA DESIGUALDAD DE LAS RENTAS SALARIALES Y TOTALES EN LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA (2014-2017)

En este recuadro se analiza la evolución de la desigualdad de las rentas salariales y totales por hogar en España durante el período 2014-2017¹. Según los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), la desigualdad en los ingresos salariales de los trabajadores a tiempo completo (que guardaría una relación estrecha con el comportamiento del salario por hora)² se mantuvo relativamente estable en el período considerado (véase el panel izquierdo del cuadro 1)³. Así, la ratio P90/P10⁴ permanecía en 2017 en el mismo valor registrado en 2014, de 3,4 veces, lo que supone solo una décima por encima de su nivel de 2008. Esta estabilidad pudo observarse de forma generalizada a lo largo de toda la distribución de ingresos salariales.

Al analizar el salario mensual de todos los trabajadores, lo que implica añadir al colectivo anterior los asalariados a tiempo parcial, que presentan una prociclicidad mayor de horas y de días trabajados, se aprecia que los indicadores de desigualdad registraron una caída significativa entre 2014 y 2017 (con un descenso de la ratio P90/P10 desde 5,12 hasta 4,7 en esos años) (véase el panel derecho del cuadro 1). Esta evolución supone la reversión de casi la mitad del aumento de la desigualdad entre las rentas salariales, de acuerdo con esta medida, observado en el período recesivo. La reducción de la desigualdad fue más acusada en la parte baja de la distribución de los salarios, que es el segmento que también se vio más afectado a lo largo de la crisis. Los resultados son cualitativamente similares si se hace uso de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL) (véase gráfico 1).

Los desarrollos observados en 2017 se enmarcaron en un contexto en el que la calidad de los nuevos empleos mostró pautas similares a las observadas en el período 2014-2016. Así, los flujos de entrada al empleo siguieron

siendo, en una alta proporción, de carácter temporal, con duraciones cortas y con una incidencia de la jornada parcial superior a la observada en el período precrisis (véanse gráficos 2 y 3). En cualquier caso, hay aspectos del proceso de generación de empleo que han mejorado algo durante 2017. En particular, se ha prolongado el retroceso de la incidencia de la parcialidad observado desde 2014 y se ha producido un repunte de las conversiones de temporales a fijos y una ligera reducción de la tasa de temporalidad en el sector privado, a pesar de que esta ratio ha tendido a aumentar históricamente en los períodos expansivos. Estos factores benefician principalmente a los trabajadores con menores ingresos, por lo que deberían contribuir a la mejora de los indicadores de desigualdad en la parte inferior de la distribución salarial. En contraposición, los contratos temporales siguen reduciendo su duración media, fundamentalmente como consecuencia del aumento del peso de aquellos donde dicha duración es menor (véase gráfico 4). Si bien no se dispone de información salarial suficientemente desagregada para 2018, la calidad del nuevo empleo ha seguido progresando en términos de la reducción de la parcialidad y el aumento de la contratación indefinida, por lo que cabe esperar que la desigualdad salarial se haya reducido aún más a lo largo del año pasado. Por otro lado, la duración de los nuevos contratos temporales ha seguido acortándose.

La desigualdad en términos de la renta bruta per cápita total (esto es, laboral y no laboral) del hogar se mantenía, según la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV) de 2017, en niveles similares a los de 2014 (véase cuadro 2). En concreto, la ratio P90/P10, que en la ECV de 2014 era de 6,30, ascendió a 6,35 en la ECV de 2017⁵. Esta consideración es aplicable a los distintos tramos de la distribución de la renta bruta per cápita. Asimismo, estos desarrollos fueron similares, independientemente de que

1 Este recuadro supone una actualización, con la información correspondiente a 2017, de los resultados presentados en la sección 5 de B. Anghel, H. Basso, O. Bover, J. M. Casado, L. Hospido, M. Izquierdo, I. A. Kataryniuk, A. Lacuesta, J. M. Montero y E. Vozmediano (2018), «Income, consumption and wealth inequality in Spain», *SERIEs*, 9(4), pp. 351-387.

2 Ni en la EPA ni en la MCVL se dispone de la información necesaria para el cálculo del salario por hora sin error.

3 La información de las rentas salariales en la EPA hace referencia al año de la encuesta. Así, la EPA 2017 dispone de información de las rentas salariales de 2017.

4 La ratio P90/P10 se define como el cociente entre los niveles de ingresos correspondientes a los percentiles 90 y 10 de la distribución. El percentil 10 es el nivel de ingresos por debajo del cual se sitúan el 10 % de los individuos con menores ingresos. El percentil 90 es el nivel de ingresos por encima del cual se sitúan el 10 % de los individuos con mayores ingresos.

5 La información de la renta en la ECV de un determinado año hace referencia al año anterior. Así, la ECV de 2017 dispone de información de las rentas de 2016.

LA DESIGUALDAD DE LAS RENTAS SALARIALES Y TOTALES EN LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA (2014-2017) (cont.)

la renta del hogar per cápita se mida en términos netos o brutos, lo que es consecuencia de la ausencia de cambios fiscales en este período que alteraran la distribución de la renta.

Los ingresos de los hogares situados en la parte baja de la distribución de la renta per cápita proceden principalmente del trabajo, de las prestaciones por desempleo y de las pensiones. Aunque el paro se ha

Cuadro 1
INDICADORES DE DESIGUALDAD DEL SALARIO MENSUAL (EPA)

	Salario mensual - asalariados a tiempo completo				Salario mensual - todos los asalariados			
	2008	2014	2016	2017	2008	2014	2016	2017
Gini	0,28	0,28	0,28	0,28	0,31	0,33	0,32	0,33
P90/P10	3,27	3,43	3,38	3,43	4,24	5,12	4,67	4,70
P50/P10	1,58	1,72	1,69	1,67	2,04	2,45	2,25	2,22
P75/P25	1,83	1,92	1,89	1,90	1,91	2,15	2,10	2,10
P90/P50	2,07	2,00	2,00	2,06	2,08	2,09	2,08	2,12

Cuadro 2
INDICADORES DE DESIGUALDAD DEL SALARIO MENSUAL (MCVL) (a)

	Salario mensual - asalariados a tiempo completo				Salario mensual - todos los asalariados			
	2008	2014	2016	2017	2008	2014	2016	2017
Gini	0,32	0,33	0,33	0,33	0,36	0,38	0,38	0,38
P90/P10	3,52	3,71	3,69	3,61	4,84	5,87	5,70	5,54
P50/P10	1,64	1,74	1,73	1,69	2,19	2,62	2,53	2,48
P75/P25	1,92	1,96	1,96	1,94	2,04	2,25	2,23	2,19
P90/P50	2,14	2,13	2,14	2,13	2,21	2,24	2,25	2,23

Cuadro 3
INDICADORES DE DESIGUALDAD DE LAS RENTAS BRUTA Y NETA DEL HOGAR (ECV) (b)

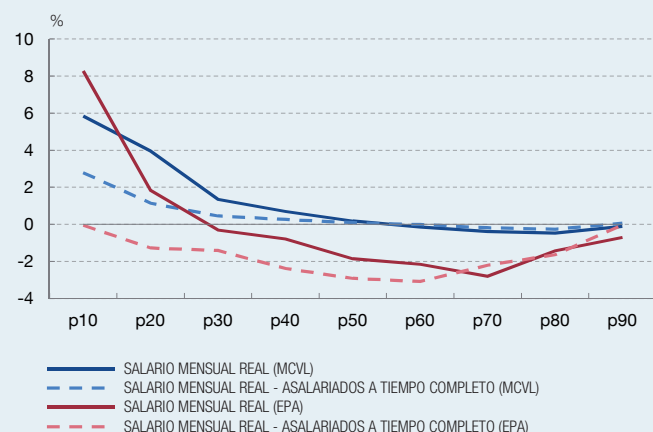
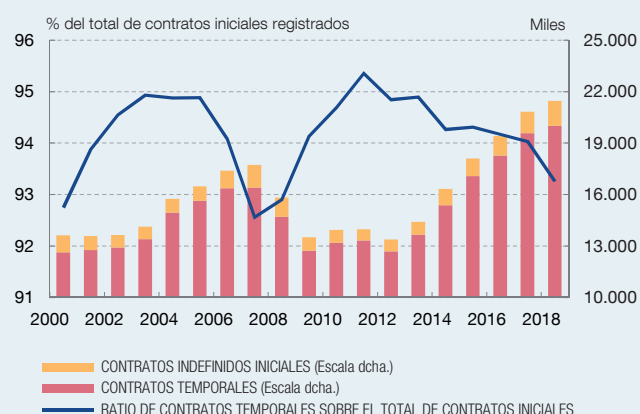
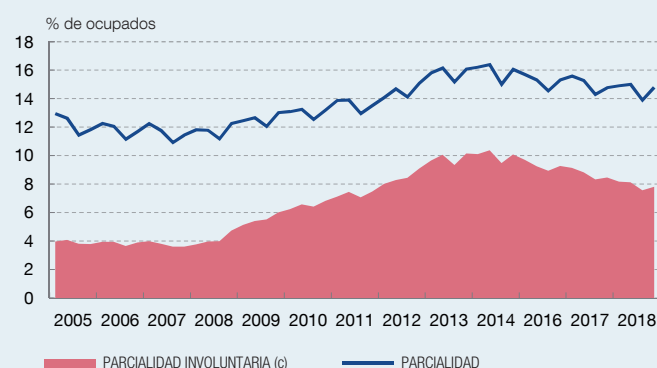
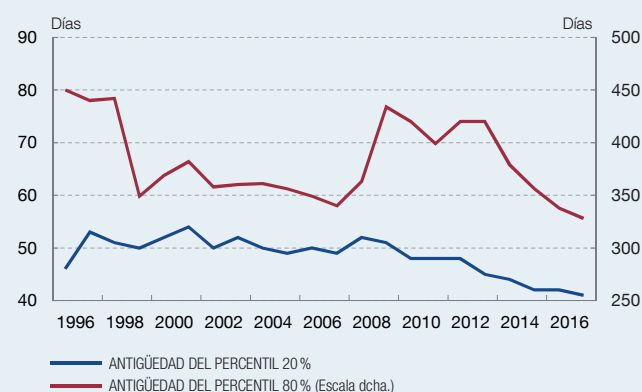
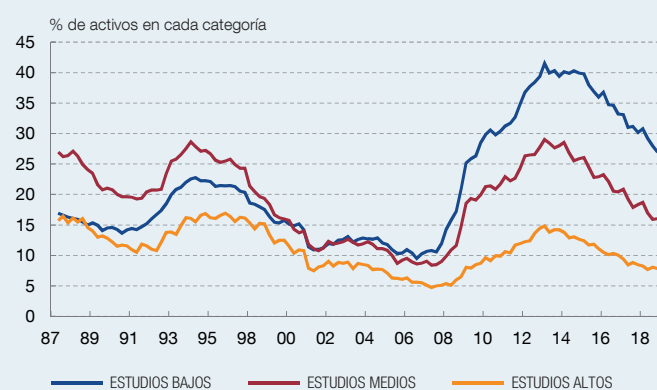
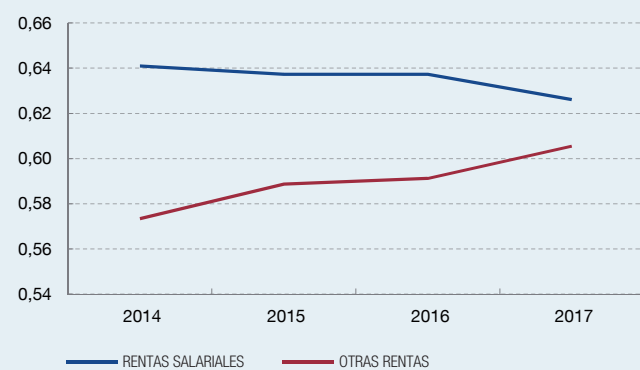
	Renta bruta del hogar per cápita				Renta neta del hogar per cápita			
	2008	2014	2016	2017	2008	2014	2016	2017
Gini	0,36	0,38	0,38	0,38	0,33	0,35	0,34	0,34
P90/P10	5,27	6,30	6,07	6,35	4,54	5,40	5,28	5,35
P50/P10	2,30	2,65	2,57	2,71	2,17	2,56	2,53	2,56
P75/P25	2,46	2,63	2,61	2,64	2,22	2,29	2,30	2,33
P90/P50	2,29	2,37	2,36	2,35	2,09	2,11	2,09	2,09

	Renta bruta total del hogar				Renta neta total del hogar			
	2008	2014	2016	2017	2008	2014	2016	2017
Gini	0,40	0,41	0,41	0,41	0,37	0,38	0,38	0,38
P90/P10	7,62	7,20	7,17	7,38	6,42	6,23	6,00	6,26
P50/P10	3,14	2,79	2,80	2,92	2,86	2,65	2,60	2,72
P75/P25	2,86	2,92	2,90	2,95	2,62	2,67	2,66	2,69
P90/P50	2,42	2,58	2,56	2,54	2,25	2,35	2,31	2,30

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (EPA y ECV) y Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (MCVL).

a Salario mensual calculado a partir del módulo fiscal para ocupados que trabajan el mes completo.

b La renta del hogar per cápita es ajustada con las escalas de equivalencia de la OCDE. Rentas en euros de 2014.

LA DESIGUALDAD DE LAS RENTAS SALARIALES Y TOTALES EN LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA (2014-2017) (cont.)Gráfico 1
VARIACIÓN DEL SALARIO MENSUAL REAL ENTRE 2014 Y 2017 (a)Gráfico 2
CONTRATOS REGISTRADOS (b)Gráfico 3
RATIO DE PARCIALIDAD Y PARCIALIDAD INVOLUNTARIAGráfico 4
ANTIGÜEDAD EN EL PUESTO DE TRABAJO DE LOS TRABAJADORES TEMPORALES (d)Gráfico 5
TASA DE PARO SEGÚN EL NIVEL DE ESTUDIOS (e)Gráfico 6
ÍNDICE DE GINI DE LA RENTA SALARIAL TOTAL DEL HOGAR Y DE OTRAS RENTAS DEL HOGAR (f)

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal, Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (MCVL), Instituto Nacional de Estadística (EPA) y Banco de España.

- a MCVL: salario mensual calculado a partir del módulo fiscal para ocupados que trabajan el mes completo. EPA: salario mensual asociado al empleo principal en la semana de referencia de la encuesta.
- b Se incluyen los contratos del servicio doméstico solo desde octubre de 2012.
- c Ocupados que trabajan a tiempo parcial y alegan como motivo no haber encontrado trabajo a tiempo completo.
- d Calculado a partir de los datos de la MCVL.
- e «Bajos»: sin estudios, solo con estudios primarios, o con estudios de primera etapa de secundaria incompleta o sin título. «Altos»: con estudios terciarios.
- f «Otras rentas» incluye: rentas de autónomos, rentas de capital, rentas de los menores de 16 años, vejez y supervivencia, resto de las prestaciones sociales, prestaciones de desempleo y transferencias de otros hogares.

LA DESIGUALDAD DE LAS RENTAS SALARIALES Y TOTALES EN LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA (2014-2017) (cont.)

reducido notablemente en el período de recuperación económica, este sigue siendo muy elevado, especialmente entre los colectivos con un nivel educativo bajo, que se concentran en la parte inferior de la distribución de la renta per cápita (véase gráfico 5). Las posibilidades de que las personas pertenecientes a este colectivo aumenten su nivel de renta se ven limitadas por su bajo nivel relativo de empleabilidad, dado el elevado desacoplamiento observado entre las habilidades ofertadas por los individuos desempleados y las demandadas por los empleadores.

Además, los reducidos incrementos de las pensiones entre 2014 y 2017 contribuyeron a que el crecimiento de las rentas no salariales para el colectivo con menores ingresos per cápita fuera modesto (véase gráfico 6). En contraposición, hubo una recuperación de las rentas del autoempleo y de las procedentes de los activos, fuentes de renta que están sobrerrepresentadas en la parte media y en la alta de la distribución. Este conjunto de factores explica que la reducción de la desigualdad de las rentas salariales

no se haya trasladado al total de los ingresos per cápita. Desde 2017, cabría esperar una mayor reducción de la desigualdad de las rentas totales per cápita en la medida en que prosiga la disminución de la desigualdad salarial, así como la mejora en los niveles de paro de las personas con poca formación. Sin embargo, sigue existiendo incertidumbre acerca del papel que podría desempeñar la evolución de las rentas no salariales en los diferentes niveles de la distribución de los ingresos totales.

En conclusión, la recuperación que ha experimentado la economía española a partir de 2014 ha servido para reducir los índices de desigualdad de las rentas salariales. Esta evolución, no obstante, no se ha traducido en una disminución proporcional de la desigualdad de la renta per cápita, debido a que el volumen de desempleados con un nivel educativo reducido, que se concentra en la parte baja de la distribución, sigue siendo elevado y al aumento experimentado en los últimos años por las rentas no salariales en la parte media y sobre todo en la alta de la distribución de rentas totales.